

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

EDSON LUIZ IHLENFFELDT

**QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA
INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**

CURITIBA

2018

EDSON LUIZ IHLENFFELDT

**QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA
INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná. Orientador: Prof.^o. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA

2018

FICHA CATALOGRÁFICA

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecária: Mara Sueli Wellner – CRB 9/922

Ihlenfeldt, Edson Luiz

Qualidade do conselho de administração na internacionalização de
companhias brasileiras / Edson Luiz Ihlenfeldt. - 2018.
126 p.

Orientador: Romualdo Douglas Colauto

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2018.

1. Empresas - Globalização. 2. Governança corporativa. 3. Conselho de
Administração. I. Colauto, Romualdo Douglas. II. Universidade Federal do
Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de
Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 658.422

TERMO DE APROVAÇÃO



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **EDSON LUIZ IHLENFFELDT**, intitulada: **QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua Aprovação no rito de defesa.


A outorga do título de Mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 20 de Junho de 2018.


ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO(UFPR)
(Presidente da Banca Examinadora)


BRUNA CAMARGOS AVELINO(UFMG)


CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS(UFPR)


FLAVIANO COSTA(UFPR)

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais Carlos e Lúcia que me conduziram no caminho da responsabilidade e da dedicação por tudo que se almeja, e ao meu filho João Paulo sempre presente.

Agradeço ao meu orientador, Professor Dr. Romualdo Douglas Colauto, pela confiança, paciência, dedicação, preocupação, encorajamento e por todos os ensinamentos, exemplos de conduta, equilíbrio e harmonia nas orientações.

Agradeço as Professoras Dra. Bruna Camargos Avelino e Dra. Nayane Thais Krespi Musial e aos Professores Dr. Flaviano Costa e Dr. Cláudio Marcelo Edwards Barros por aceitarem o convite para participar das bancas de qualificação e defesa, pelas críticas, comentários e sugestões que contribuíram de forma significativa para o enriquecimento deste trabalho.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Dr. Marcos Wagner da Fonseca, Dr. Luciano Márcio Scherer, Dr. Flaviano Costa, Dr. Jorge Eduardo Scarpin, Dra. Simone Bernardes Voese, Dr. José Roberto Frega e Dr. Cicero Aparecido Bezerra pelos ensinamentos e pela convivência ao longo desses anos. Também agradeço aos servidores Camila e Márcio pela atenção e dedicação.

Agradeço ainda a todos os colegas do Mestrado e do Doutorado pelo convívio, apoio e ensinamentos em especial a Silvia Consoni, Marcela Caroline Sibim, Jonatan Marlon Konraht e Cesiro Aparecido da Cunha Júnior.

Agradeço à CAPES pelo apoio financeiro.

RESUMO

O Conselho de Administração é o principal órgão no sistema de governança corporativa, que deliberando sobre a continuidade da empresa se tornou uma exigência de mercado. Por outro lado, a internacionalização proporciona oportunidades e impõe desafios, se constituindo em estratégia à sobrevivência no mercado interno e à expansão para o exterior. Nesse sentido, o estudo identificou a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras com ações negociadas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012-2016. Para tanto, o estudo elaborou uma métrica para mapear o Índice de Qualidade do Conselho de Administração e utilizou a metodologia da *UNCTAD/ONU* para medir a internacionalização das empresas. A amostra do estudo utilizou 85 empresas, distribuídas em 5 unidades de corte transversal, totalizando 425 observações em painel balanceado. Os dados foram coletados na plataforma *Bloomberg*® e nos Formulários de Referência. Utilizando-se inferência estatística em modelo de regressão MQO, os achados permitiram confirmar a hipótese de que quanto maior o índice de Qualidade do Conselho de Administração maior a internacionalização das empresas. As variáveis de controle número de países e tamanho, explicam a internacionalização, ratificando a relação esperada com base no referencial teórico. Por outro lado, as variáveis de controle tempo de internacionalização e segmentos diferenciados de listagem na Bolsa de Valores não se mostraram estatisticamente significantes para explicar a internacionalização. Os resultados evidenciaram que empresas que apresentam melhores índices de Qualidade do Conselho de Administração atuam em diversos países, em função da influência positiva que as ações de melhores práticas de governança corporativa, exercem na redução dos custos associados à internacionalização, na abertura de novos mercados e na atração de novos investidores que exigem níveis crescentes de segurança para o capital. Dessa forma, na medida em que sinaliza que a Qualidade do Conselho de Administração atrai novos aportes de recursos internos e externos, expandindo as fronteiras, o estudo também destaca a amplitude e a relevância das discussões dessa temática.

Palavras-chave: Internacionalização. Conselho de Administração. Teoria da Agência.

ABSTRACT

The Board of Directors is the main body in the corporate governance system, which deliberating on the continuity of the company has become a market requirement. On the other hand, internationalization provides opportunities and challenges, constituting a strategy for survival in the internal market and expansion abroad. In this sense, the study identified the influence of the Quality of the Board of Directors in the internationalization of Brazilian companies with shares traded in B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) in the period from 2012 to 2016. To this end, the study developed a metric to map the Quality Index of the Board of Directors and used UNCTAD / ONU methodology to measure the internationalization of companies. The study sample used 85 companies, distributed in 5 cross-sectional units, totaling 425 balanced panel observations. Data were collected on the Bloomberg® platform and the Reference Forms. Using statistical inference in the OLS regression model, the findings made it possible to confirm the hypothesis that the higher the Quality Index of the Board of Directors, the greater the internationalization of companies. The control variables, number of countries and size, explain the internationalization, ratifying the expected relationship based on the theoretical reference. On the other hand, the internationalization time control variables and differentiated listing segments on the Stock Exchange were not statistically significant to explain internationalization. The results showed that companies with the best Quality Indexes of the Board of Directors work in several countries, due to the positive influence that the actions of best practices of corporate governance, reducing the costs associated with internationalization, opening up new markets and attracting new investors who demand increasing levels of capital security. Thus, insofar it indicates that the quality of the Board of Directors attracts new contributions from internal and external resources, expanding the borders, the study also highlights the breadth and relevance of the discussions on this subject.

Keywords: Internationalization. Board of Directors. Theory of the Agency.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: PROCESSO DE SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	68
TABELA 2: EMPRESAS POR SETOR ECONÔMICO.....	69
TABELA 3: ALFA DE CRONBACH POR CATEGORIA DA MÉTRICA.....	79
TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	79
TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POR SETOR ECONÔMICO.....	80
TABELA 6: ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR ECONÔMICO.....	88
TABELA 7: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO.....	91
TABELA 8: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO POR SETOR ECONÔMICO.....	92
TABELA 9: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE QUANTITATIVAS.....	93
TABELA 10: MATRIZ DE CORRELAÇÃO PARA AS VARIÁVEIS DO ESTUDO.....	96
TABELA 11: PAINEL DE DADOS MODELO MQO PARA VARIÁVEL DEPENDENTE INTERNACIONALIZAÇÃO.....	100
TABELA 12: DIAGNÓSTICOS DO PAINEL.....	101
TABELA 13: TESTE DE RAIZ UNITÁRIA ADF PARA ESTACIONARIEDADE.....	103
TABELA 14: PAINEL DE DADOS MODELO MQO PARA VARIÁVEL DEPENDENTE INTERNACIONALIZAÇÃO – HAC ERROS ROBUSTOS.....	104
TABELA 15: PAINEL DE DADOS MODELO MQO PARA VARIÁVEL DEPENDENTE INTERNACIONALIZAÇÃO – ERROS ROBUSTOS – SETOR ECONÔMICO.....	108

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA INTERNACIONALIZAÇÃO	49
FIGURA 2: POSSÍVEIS RELACIONAMENTOS ENTRE AS VARIÁVEIS INVESTIGADAS NO ESTUDO	53
FIGURA 3: CATEGORIAS QUE COMPÕEM O ÍNDICE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	54
FIGURA 4: MÉTRICA PARA O ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	56
FIGURA 5: ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO <i>UNCTAD</i>	59
FIGURA 6: RESUMO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA	60
FIGURA 7: VARIÁVEIS ENDÓGENAS E EXÓGENAS DA PESQUISA.....	76
FIGURA 8: EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	81
FIGURA 9: MEDIÇÃO DOS ITENS DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	82
FIGURA 10: COMPORTAMENTO DO IQCA PARA CATEGORIA ESTRUTURA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	84
FIGURA 11: COMPORTAMENTO DO IQCA PARA CATEGORIA COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	85
FIGURA 12: COMPORTAMENTO DO IQCA PARA CATEGORIA CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	86
FIGURA 13: COMPORTAMENTO DO IQCA PARA CATEGORIA PROCESSO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	87

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

<i>ADR</i>	<i>American Depositary Receipts</i>
B3	Brasil Bolsa Balcão
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
<i>CEO</i>	<i>Chief Executive Officer</i>
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>DOI</i>	<i>Estimating the Degree of Internationalization</i>
DRM	Diretoria de Relação com Mercado
FDC	Fundação Dom Cabral
FMI	Fundo Monetário Internacional
<i>HAC</i>	<i>Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IDE	Investimentos Diretos Externos
IQCA	Índice de Qualidade do Conselho de Administração
MDCI	Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
<i>NIRI</i>	<i>National Investor Relations Institute</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONU	Organização das Nações Unidas
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
<i>UNCTAD</i>	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
<i>VIF</i>	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2 OBJETIVOS	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	17
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	20
1.5 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO	21
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	22
2.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE E TEORIA DA FIRMA.....	22
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA NO CONTEXTO DA SEPARAÇÃO ENTRE A PROPRIEDADE E O CONTROLE	28
2.3 CARACTERIZAÇÃO E COMPETÊNCIAS DO CONSELHO ADMINISTRAÇÃO	33
2.4 RELAÇÃO COM INVESTIDORES	39
2.5 MEDIDAS PARA AVALIAÇÃO DA INTERNACIONALIZAÇÃO	43
2.6 HIPÓTESE DA PESQUISA.....	50
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	52
3.1 DESENHO DA PESQUISA.....	52
3.2 ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	54
3.3 VALIDAÇÃO DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	57
3.4 ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO	58
3.5 VARIÁVEIS DE CONTROLE	59
3.6 POPULAÇÃO E AMOSTRA	67
3.7 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DE DADOS	70

3.8 SISTEMA DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS E TESTE DE SIMULTANEIDADE E ENDOGENEIDADE DAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS.....	74
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	78
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	78
4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO.....	88
4.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	93
4.4 ANÁLISE DA MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	96
4.5 ANÁLISE DO SISTEMA DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS E TESTE DE SIMULTANEIDADE E ENDOGENEIDADE DAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS.....	98
4.6 ANÁLISE INFERENCIAL.....	100
5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	110
5.1 CONCLUSÕES	110
5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	114
5.3 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	114
REFERÊNCIAS	115

1 INTRODUÇÃO

Nesse capítulo visualiza-se o caminho a ser percorrido no desenvolvimento do estudo. Parte-se do problema de pesquisa, seguido dos objetivos geral e específicos, da justificativa e delimitação do tema, fechando com apresentação da organização da dissertação.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A Internacionalização de empresas brasileiras se intensificou a partir de 1990, acompanhada pela abertura de mercados e a substituição das importações em setores de informática e telecomunicações por serem protegidos por legislação específica que garantia reserva de mercado (Amatucci & Avrichir, 2008). Por outro lado, as empresas brasileiras, enfrentaram barreiras políticas, legais, culturais, sociais, de qualidade da produção para exportação de seus produtos e serviços (Alem & Cavalcanti, 2005). Os aspectos motivacionais da internacionalização e as ameaças e oportunidades envolvem uma série de decisões alicerçadas em critérios objetivos e na avaliação de estratégias de entrada no mercado estrangeiro (Andersen, 1997). Ricupero e Barreto (2007) argumentam que a internacionalização passa por um processo de planejamento estratégico e sua implantação envolve necessariamente a movimentação internacional de fatores de produção.

A internacionalização diz respeito às relações que resultam de trocas econômicas e políticas, que ajudam na cooperação com vistas a aplicação das áreas de atuação das empresas. Dunning (1988) afirma que a internacionalização das economias se alcança a partir da internacionalização das empresas. As empresas para se internacionalizarem, devem globalizar suas estratégias de atuação em mercados estrangeiros e, isto decorre do quanto os atores empresariais estão motivados para prosperar no negócio, de como coordenam as atividades e das orientações profissionais que recebem de órgãos de gestão.

Duas abordagens principais tratam do processo de internacionalização das empresas: (i) a Abordagem Comportamental, que estuda fatores motivacionais que impulsionam a firma às atividades em outro país, representada pela escola de Uppsala (Johanson & Vahlne, 1977) e (ii) a Abordagem Econômica que defende que a internacionalização está atrelada a uma série de fatores relacionados a maturidade da firma, ao conhecimento adquirido ao longo do tempo,

a capacidade financeira, a competitividade e a disposição para empreender de forma inovadora e correr riscos, argumentos defendidos pelo pensamento eclético (Dunning, 2000).

Desde a obra de Adam Smith, de 1776, se estuda o fenômeno separação da propriedade e o controle das organizações. Na ótica da Teoria da Firma, a propriedade pulverizada acarreta o fortalecimento do poder dos administradores (Berle & Means, 1932) induzindo-os a agirem em razão de seus interesses individuais possibilitando que escolham opções em detrimento dos interesses de acionistas ou proprietários. Na Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) analisam problemas decorrentes da separação da propriedade e controle, apontando que administradores e proprietários dos negócios possuem interesses e objetivos diferentes; que existem conflitos de agência e que custos de monitoramento decorrentes da separação entre a propriedade do negócio e o controle do capital originam assimetrias informacionais e riscos morais desenvolvendo um ambiente conturbado.

Mahoney (2003) afirma que as relações com investidores têm como função estabelecer comunicação para aproximar empresas e mercado. De acordo com o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores - IBRI (2007) nas relações com investidores as empresas buscam reduzir desequilíbrios e problemas de assimetria da informação por meio da adoção de boas práticas de Governança Corporativa. A Governança Corporativa tem como pilar estrutural o Conselho de Administração, que é tido como o elo entre a propriedade e os sócios, sendo que seus membros devem apresentar competências específicas para o desempenho das funções.

Como o órgão encarregado da tomada de decisão, deve agir em conformidade com o planejamento estratégico da empresa (IBGC, 2015) e representa uma potencial solução para os problemas de agência das organizações decorrentes de complexidades e imperfeições de contratos (Hermalin & Weisbach, 2003). Treiger (2009) argumenta que as características e atribuições do Conselho de Administração denotam maior credibilidade à gestão e fomentam o desenvolvimento da responsabilidade compartilhada, multiplicando a transparência corporativa. Assim, o maior comprometimento dos agentes internos e externos, contribui para adoção das melhores práticas de gestão que incrementam a governança corporativa. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2009) a constituição do Conselho de Administração contribui para a prosperidade do negócio.

Para Vafeas (2000) os Conselheiros assumem funções de decisão e controle, sendo a primeira por meio da escolha da estratégia adequada para investimentos financeiros de curto e longo prazos; a segunda para definir a contratação de administradores e o acompanhamento das decisões de direcionamento de capital, via acompanhamento de relatórios de informações

financeiras e contábeis. Dessa forma, os Conselhos de Administração atuam como intermediadores entre os fornecedores de capital e os gestores, na busca por assegurar a proteção legal dos investimentos, o monitoramento dos contratos e o alinhamento dos interesses, visando minimizar conflitos de agência. Hermalin e Weisbach (2003) argumentam que os Conselhos de Administração representam uma solução de mercado que ameniza os problemas de agência das organizações, decorrentes da complexidade e do caráter defeituoso e incompleto dos contratos.

Zahra e Pearce (1990) definem como atributos que afetam a performance do Conselho de Administração: (i) a estrutura que define a organização, a divisão do trabalho e a formação de comitês de assessoramento; (ii) a composição que trata do tamanho do conselho, dos tipos de conselheiros e a representação dos acionistas minoritários; (iii) as características que apontam informações sobre a experiência, a formação acadêmica, a independência e o desempenho dos conselheiros; (iv) os processos que abrangem informações sobre a tomada de decisões e a formalidade dos procedimentos de monitoramento das relações entre os conselheiros e os executivos das empresas.

Lien, Piesse, Strange e Filatotchev (2005) comprovaram que a forma de controle exercida pelos conselheiros em relação aos diretores em função das características e as competências do Conselho de Administração apresentam relação positiva com o volume de investimentos em outros países. Taiwan apresenta características distintivas dos sistemas de governança americanos e europeus, as famílias fundadoras mantêm o controle, mas quando as empresas crescem, os recursos financeiros limitados, conduzem ao mercado de capitais e à acionistas externos que elevam as pressões sobre o Conselho de Administração. Barroso, Villegas e Calero (2011) constataram que uma característica do Conselho de Administração representada pela experiência dos conselheiros no setor de atuação da empresa é decisiva para o índice de internacionalização de empresas na Espanha. Sugerem ainda que o potencial dos conselheiros, medido com atributos do capital humano como conhecimento, experiência, habilidade, *expertise*, são elementos essenciais da eficácia do Conselho de Administração.

Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) confirmaram os efeitos da qualidade do Conselho de Administração, a partir de características dos conselheiros, sobre as medidas de desempenho financeiro em empresas do Canadá. Ao investir na empresa, os acionistas aspiram maximizar suas riquezas e delegar a tomada de decisões à administração. Portanto, a qualidade do conselho pode ser crucial para monitorar os gestores, alinhar interesses e atrair investimentos. Para Bird, Buchanan e Rogers (2004) o desempenho da empresa pode estar

atrelado a qualidade da atuação do Conselho de Administração e mensurado pela busca constante de seus membros em melhorar a própria eficácia por meio de hábitos que potencializam a participação do Conselho de Administração e sinalizam que os conselheiros não devem desenvolver miopia de curto prazo se restringindo a apaziguar os ânimos dos investidores, mas sim focar na maximização do valor da empresa no longo prazo.

No Brasil empresas cada vez mais escolhem seus conselheiros a partir de motivações relacionadas a experiência profissional internacional e interação com mercados globais na área de atuação da empresa, atendendo às exigências globalizadas, pavimentando o caminho da internacionalização dos negócios da empresa. Tugendhat (1973) argumenta sobre as dificuldades em adequar os Conselhos de Administração às exigências da Internacionalização, sobremaneira às dificuldades culturais causadas pela distância física entre subsidiárias e matriz, potencializadas com a dificuldade da linguagem. Leksell e Lindgren (1982) argumentam que os Conselhos de Administração, em empresas internacionalizadas, apresentam muitas peculiaridades quando comparados aos conselhos de empresas nacionais e tendem a ganhar em escala e aproveitar as oportunidades de cada país.

Para Sanders e Carpenter (1998) a Internacionalização da empresa e o Conselho de Administração estão profundamente ligados, quanto maior a internacionalização do negócio, maior a participação do Conselho de Administração e as exigências das competências dos conselheiros na compreensão dos mercados. Para Lippert e Rahman (1999) o Conselho de Administração desempenha um papel estratégico na internacionalização, desenvolvendo políticas com ênfase competitiva nos mercados globalizados e foco nos investimentos. Com a internacionalização as empresas são pressionadas a reformular estratégias de gestão.

Oxelheim e Randoy (2003) revelam que empresas norueguesas e suecas que possuem conselheiros estrangeiros de países anglo-americanos possuem maiores valores de mercados e apresentam elevados mecanismos de governança. Investidores estão dispostos a pagar mais por essas empresas e que para atingir esse nível são nomeados conselheiros americanos e ingleses. Singh e Nejadmalayeri (2004) citam que conselheiros estrangeiros melhoram a governança nas empresas, principalmente em países com menor proteção legal, a presença de conselheiros estrangeiros tende a elevar o valor de mercado da firma. A experiência profissional e a formação do conselheiro definem políticas estratégicas de internacionalização e os códigos de governança nas organizações (Enache, Parbonetti, & Srivastava, 2015).

No contexto de expansão da estrutura de capital das empresas é possível que a credibilidade, responsabilidade e comprometimento dos agentes envolvidos em adoção de

boas práticas de gestão, derivadas da experiência acadêmica e profissional dos membros dos Conselhos de Administração, potencializem as ações estratégicas das corporações, e que estas sejam refletidas em medidas de desempenho financeiro relacionadas à internacionalização. Assim, a questão de pesquisa que norteia esse estudo é: **qual a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras de capital aberto?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Em consonância com a questão de pesquisa, objetivo geral da dissertação consiste em identificar a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras com ações negociadas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012-2016.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Elaborar uma métrica para capturar a Qualidade do Conselho de Administração em companhias brasileiras de capital aberto;
- b) Medir o índice de internacionalização das empresas que compõem a amostra de acordo com a metodologia proposta pela *UNCTAD/ONU*; e
- c) Analisar a associação entre a Qualidade do Conselho de Administração e o índice de internacionalização de empresas que negociaram na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012-2016.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Diversos estudos utilizaram medidas distintas de internacionalização para associações com a estrutura organizacional (Sullivan, 1994; Ruigrok & Wagner, 2003; Hassel, Hopner, Kurdelbusch, Rehder & Zugehor, 2003); com a autonomia estratégica, tática e operacional (Fundação Dom Cabral, 2016); com as características e competências do Conselho de Administração (Bird, Buchanan & Rogers, 2004; Lien *et al.*, 2005; Adjaoud, Zeghal & Andaleeb, 2007; Barroso, Villegas & Calero, 2011).

O Conselho de Administração é o principal órgão no sistema de governança corporativa, não sendo apenas um produto de regulação para as sociedades de capital aberto, mas também para as de capital fechado. Nesse aspecto, o Conselho de Administração, delibera sobre a continuidade da empresa e se torna uma exigência corporativa e de mercado (IBGC, 2015). Por outro lado, a internacionalização proporciona oportunidades de negócios e impõe novos desafios às empresas, se constituindo em importante estratégia para a sobrevivência no mercado e a busca de oportunidades de crescimento e expansão para o exterior (Stonehouse, Campbell, Himill & Purdie, 2004).

Deutsch (2005) ressaltou que a responsabilidade do Conselho de Administração no desempenho da empresa é uma importante linha a ser investigada. No entanto, Rivas, Hamori e Mayo (2009) argumentam que apesar da crescente importância do Conselho de Administração sobre os principais resultados organizacionais, aliado a crescente expansão internacional experimentado pelas empresas, são escassos os estudos que relacionam o Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas. Nesse contexto, são mais incipientes ainda os estudos que discutem a qualidade da composição e a atuação dos Conselhos de Administração das empresas. Assim, uma das contribuições do estudo está em demonstrar a relação entre Qualidade do Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas no Brasil. O estudo ajuda a preencher uma lacuna provocada pela escassez de estudos no país, principalmente por inovar metodologicamente ao propor uma métrica para capturar a Qualidade do Conselho de Administração.

Para Bird, Buchanan e Rogers (2004) o desempenho das empresas pode estar atrelado a qualidade da atuação do Conselho de Administração, quando mensurada pela busca constante dos conselheiros em melhorar a própria eficácia, a partir dos hábitos quotidianos. Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007), confirmaram os efeitos da qualidade do Conselho de Administração, a partir de características dos conselheiros, sobre as medidas de desempenho financeiro. Os acionistas aspiram maximizar suas riquezas e a qualidade do conselho pode monitorar os gestores, alinhar interesses e atrair investimentos.

Sullivan (1994) define como medidas de internacionalização atributos relacionados ao desempenho financeiro da firma no exterior, à estrutura da organização e recursos aplicados no exterior, além de aspectos relacionados às atitudes dos diretores e a orientação do Conselho de Administração. Para Glaum (1996) os principais índices internacionais usam indicadores quantitativos, baseados nas atividades no país de origem em relação a operação no país de destino, sendo que, uma pequena distribuição de produtos ou serviços além da fronteira já é condição suficiente para se aceitar o índice de internacionalização.

Hassel *et al.* (2003) estudaram empresas alemãs analisando o índice de internacionalização nas dimensões volume de produção e mercado de capitais. O estudo discutiu a chamada dimensão estratégica, relacionada a missão da empresa e sua imagem corporativa perante a sociedade. Rulgrok e Wagner (2003) ampliaram o debate sobre o índice de internacionalização em empresas alemãs, a partir da perspectiva da Aprendizagem Organizacional em ambientes de negócios onde os pequenos mercados domésticos forçam as empresas a direcionar esforços em operações internacionais. Os resultados apontam que as multinacionais passaram por um processo de aprendizagem organizacional, pela reconfiguração interna que viabilizou a internacionalização.

Desse modo, uma segunda contribuição do estudo seria demonstrar se a qualidade do conselho de administração tem potencial para influenciar nos índices de internacionalização das empresas no Brasil, sendo que a comprovação dessa relação pode contribuir para o aumento do valor de mercado da empresa via atração de novos investidores em razão da perspectiva de atuação da empresa em mercados estrangeiros.

Lien *et al.* (2005) comprovaram que as pressões exercidas pelos conselheiros em relação aos diretores, em função da estrutura de capital e das características e competências do Conselho de Administração, apresentam relação positiva com o volume de investimentos em outros países. Barroso, Villegas e Calero (2011) constataram que uma característica do Conselho de Administração representada pela experiência e conhecimento dos conselheiros no setor de atuação da empresa é decisiva para elevar o índice de internacionalização.

As empresas internacionalizadas são consideradas fontes principais de financiamento privado à pesquisa e desenvolvimento e dominam a cena tecnológica (BNDES, 2005). Para Alem e Cavalcanti (2005) o contato com mercados estrangeiros, leva a troca de informações e o aprendizado adquirido pelos exportadores, para atingir os padrões de qualidade e os desafios da competição, tendem a avançar para as economias domésticas. Do ponto de vista da contribuição social o estudo demonstra a importância da qualidade do Conselho de

Administração na internacionalização, incorporando elementos relevantes que alicercem o julgamento de investidores que atuam no mercado, aproximando os agentes econômicos, motivando as empresas a se lançarem a mercados externos, promovendo o desenvolvimento.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa verifica a influência da qualidade do Conselho de Administração em medidas de internacionalização de companhias brasileiras de capital aberto. Portanto, esse estudo está restrito as empresas de capital aberto listadas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão), ativas no período de cinco anos compreendidos entre 2012 a 2016.

Para compor o IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração serão coletadas e analisadas as informações constantes do Formulário de Referência coletadas na CVM – Comissão de Valores Mobiliários. As informações referentes ao índice de internacionalização foram coletadas nas Demonstrações Financeiras das empresas, sendo que participaram do estudo empresas de capital aberto com algum nível de internacionalização. As companhias de capital fechado serão excluídas em função de que, não são o foco do presente estudo e também em função de que nem todas possuem Conselho de Administração.

Ressalta-se que as instituições financeiras, bem como, os fundos de pensão, que são geralmente excluídos das pesquisas, em razão da estrutura de capital, não foram excluídas desse estudo, tendo em vista que a estrutura de capital não afeta a relação pesquisada.

A escolha do ano de 2012 para iniciar o estudo, deve-se ao fato de que esse ano foi marcado por um momento de profundas alterações nas condições econômicas do Brasil. Um dos principais fatores no cálculo do PIB, o consumo brasileiro parou de crescer desde 2012, interrompendo a sequência de rápido crescimento vivida até então, o consumo das famílias aumentou quase 300% entre 2004 e 2011 e chegou a quase US\$ 1,6 trilhão, mas caiu para pouco abaixo de US\$ 1,5 trilhão em 2012. Os gastos do Governo brasileiro, por sua vez, também cresceram quase 300% de 2004 a 2011, mas apresentaram um decréscimo para casa dos US\$ 470 bilhões em 2012, e mantiveram-se no mesmo patamar nos dois anos seguintes, para logo depois apresentarem queda de 24% em 2015. (Banco Mundial, 2015).

O índice de desemprego vive um período de subida, revertendo uma tendência de queda que durou até 2012. Com exceção de 2009, quando o desemprego aumentou após a

crise econômica internacional, o percentual de desempregados caiu em todos os anos entre 2005 e 2012. Por outro lado, esse indicador subiu de 6,1% para 8,5% em 2015. De acordo com estimativas do Fundo Internacional, a tendência de subida continuará nos próximos anos, com um desemprego de 11,2% no final de 2016 e 11,5% em 2017 (FMI, 2015).

A atratividade de investimento direto externo (IDE) no Brasil vive um período de queda, esse indicador cresceu rapidamente até 2010 e subiu em 2011. A partir de 2012, no entanto, o IDE atraído entrou em tendência de queda, descendo 28% até 2015, quando fechou em US\$ 486 bilhões (*UNCTAD*, 2015). Quanto ao comércio internacional, as exportações brasileiras sofreram forte queda, representada pelas vendas do país ao exterior que caíram de US\$ 242 bilhões em 2012 para US\$ 191 bilhões em 2015 (MDIC, 2015).

1.5 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A dissertação está dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo, além desta seção, encontram-se expostos o problema de pesquisa, os objetivos: geral e específicos, a justificativa da pesquisa e a delimitação do tema do estudo.

No segundo capítulo apresentam-se a fundamentação teórica composta pela descrição da Teoria da Separação entre a Propriedade e o Controle e a Teoria da Firma; a Teoria da Agência no contexto da Separação entre a Propriedade e o Controle; a caracterização e competências do Conselho de Administração; o Conselho de Administração e as Relações com Investidores; e as medidas para avaliação do índice de internacionalização, todos esses aspectos fundamentam a apresentação da hipótese da pesquisa.

No terceiro capítulo são expostos os procedimentos metodológicos, incluindo o desenho da pesquisa, a construção do Índice de Qualidade do Conselho de Administração; os aspectos relacionados a validação do Índice de Qualidade do Conselho de Administração; as medidas para estimar o índice de internacionalização; apresentação das variáveis de controle do estudo; definição da população e métodos de coleta dos dados. Assim como, a sustentação a proposta para tratamento estatístico e diagnóstico dos dados.

No quarto capítulo são apresentados e analisados os resultados empíricos. No quinto capítulo, apresentam-se as conclusões do estudo, as limitações encontradas na pesquisa e das perspectivas para futuros trabalhos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção apresentam-se os elementos teóricos que fundamentam a pesquisa, inicia-se tratando dos aspectos relacionados à Teoria da Separação entre Propriedade e Controle e na sequência destacam-se os principais elementos que dão ênfase a caracterização e competências do Conselho de Administração, bem como Relações com os Investidores. A seção é encerrada discorrendo-se sobre os indicadores de internacionalização.

2.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE E TEORIA DA FIRMA

Explicar a continuidade das organizações a partir da separação entre a propriedade e o controle despertou o interesse de estudos desde Adam Smith (1776). O problema essencial relacionado à estrutura de propriedade e controle foi pela primeira vez tratado na obra *The Wealth of Nations* que apontou negligências e imprudências por parte dos administradores, atitudes comuns àqueles que administram as empresas com recursos de terceiros e de proprietários. Nessa obra, Adam Smith parecia estar preocupado com aspectos teóricos sobre a separação entre a propriedade e controle, no entanto, o estudo não evoluiu para constatações e evidências empíricas que pudessem sustentar a veracidade das proposições. Vale destacar, que naquele momento da história, as empresas, em sua maioria eram de pequeno porte, fechadas e com a propriedade concentrada nas mãos de poucos indivíduos ou de famílias.

Os primeiros autores a debaterem os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle foram Adolf Berle e Gardiner Means, em 1932, na obra *The Modern Corporation and Private Property*. A principal constatação que alicerçou este estudo foi a ruptura da propriedade em duas partes completamente distintas e com características próprias, até então consideradas indivisíveis sob o ponto de vista do controle. Segundo Berle e Means (1932), a propriedade por ser pulverizada acarreta o fortalecimento do poder dos administradores induzindo-os a agirem em razão de seus interesses individuais, e possibilita que escolham opções unilaterais em detrimento dos interesses coletivos de acionistas e proprietários. Dessa forma, a função social da propriedade privada passa a ser ameaçada pela busca incansável da valorização de ganhos oportunistas e pessoais em detrimento da maximização do valor da empresa.

Berle e Means (1932) defenderam que a propriedade se tornou mais dispersa em função da pulverização da propriedade das ações da empresa, ofertadas no mercado e distribuídas entre um número cada vez maior de acionistas, com participação minoritária, e de outro lado o poder estar mais concentrado, determinado pela aglutinação do poder econômico das grandes corporações. A separação entre propriedade e controle pode criar situações de conflito entre proprietários e administradores, pois os interesses destes, na maioria das vezes, são divergentes. Isto ocorre porque os proprietários tendem a almejar a maximização do valor da empresa, enquanto os administradores, por exercitarem o livre arbítrio, agem privilegiando seus interesses próprios.

É perceptível o contraste existente entre os estudos de Adam Smith (1776) e Berle e Means (1932). No primeiro, não houve evidências com dados empíricos e existia a preocupação acentuada com aspectos teóricos; no segundo, além de fundamentar o estado da arte, foram utilizados dados empíricos para verificação da concentração da propriedade das ações, muito embora, houvesse a limitação de dados empíricos para aquela época, em função de poucos setores da economia serem regulamentados e as empresas não privilegiarem a divulgação de informações sobre a propriedade.

O reconhecimento da divulgação de informações sobre a separação da propriedade e do controle em companhias de capital aberto e fechado, tem sido direta ou indiretamente atribuída a Adolf Berle e Gardiner Means desde 1932. Todavia, outros estudos partiram de premissas semelhantes e contribuíram para o melhoramento das teorias dedicadas à compreensão das relações entre o agente e o principal, além da separação da propriedade do negócio e do controle do capital, como defendido na Teoria da Firma e na Teoria da Agência.

A Teoria Firma pode ser estudada sob duas vertentes; a primeira que engloba as abordagens clássicas e neoclássicas discutindo predominantemente os Custos de Produção e os Custos de Transação; a segunda que estuda as abordagens evolucionistas discutindo a firma como instituição e organização.

A existência da firma não foi considerada na teoria clássica diante da importância atribuída ao mercado. Na visão neoclássica duas linhas de investigação passaram a abordar a existência da firma. A primeira linha foi influenciada por Marx (1850) e seu discípulo Schumpeter (1942), que entenderam a firma como um espaço destinado a criação de riquezas e inovações, visando a produção em escala a partir dos esforços dos gestores, sendo que todos deveriam estar comprometidos em controlar os custos de produção.

A segunda linha buscou demonstrar a existência da firma em função das deficiências e lacunas encontradas no estudo do mercado. Os trabalhos foram iniciados por Coase em 1937 e depois aprimorados por Williamson (1979); Hodgson (1988); Dosi (1992); Winter (1993) e Coriat e Weinstein (2010), além de outros autores que estudaram enfoques neoclássicos da economia de troca e adotaram três segmentos identificados como: (i) concepção da firma a partir dos custos de transação; (ii) concepção da firma enquanto instituição; (iii) concepção da firma enquanto organização.

A concepção da firma em relação aos Custos de Transação aparece na obra de Coase (1937) e considerou a firma uma forma particular de organização; um arranjo institucional alternativo ao mercado. O autor criticou a Teoria Clássica, a falta de realismo e a ênfase no indivíduo, lançando a seguinte questão: por que tratar uma entidade coletiva com a importância da firma como um mero agente individual?

Em 1937, no estudo intitulado *The Nature of the Firm*, o economista britânico Ronald Coase, estabeleceu uma crítica à noção clássica tradicionalista que considerava a firma uma função da produção, definindo as firmas como um conjunto de contratos formais ou informais organizados com o objetivo de diminuir os custos de transação e viabilizar a participação da empresa nos mercados. Nessa definição, os agentes econômicos individuais não atuavam diretamente no mercado, sendo as empresas as entidades que seriam idealizadas e estruturadas para esse fim, o que deu origem à Teoria da Firma, com o propósito de estudar o comportamento das unidades de produção e sua relação com o mercado em que atuam. Assim, a firma é responsável por estabelecer relações orgânicas entre os agentes econômicos, na medida em que, além dos custos de produção, existem custos de transação.

Em oposição as ideias clássicas de Adam Smith (1776), Coase (1937) denunciou uma tendência na Teoria Econômica para se realizar análises a partir da empresa individual e não da indústria. Tornava-se, portanto, necessário uma definição de empresa que correspondesse ao mundo real, pois o mercado vê a empresa não como uma organização, mas como um organismo. Coase (1937) afirmou que os custos para se organizar a produção seriam determinados pelo mercado, e poderiam ser reduzidos, mas não eliminados. Nesse sentido, todos os fatores que movimentam a engrenagem da produção seriam regidos por estes contratos formais e informais para definir o montante da remuneração dos fatores de produção.

Coase (1937) contrapôs a existência de um mercado perfeito, que é a base da Teoria Clássica. O conceito apresentado por ela não vai ao encontro do significado de uma firma no

mundo real. Também não seriam as firmas participantes de um mercado no qual a mão invisível faz a economia funcionar por conta própria, mesmo porque, se fosse assim, não seria necessário a existência de firmas. A existência da mão invisível de Adam Smith (1776), que tudo controla, passou a ser questionada com a introdução da incerteza, a qual sugere que os bens são produzidos para o mercado, com base na previsão subjetiva dos desejos dos consumidores. As ações o que fazer e como fazer nascem de imperfeições do mercado consumidor e a firma não pode emergir sem a existência da incerteza, determinando que centralizar a função de direção e de controle do negócio passa a ser imperativo. Nesse contexto, ocorre a incorporação de variáveis exógenas, à luz da Teoria Clássica, como as inovações tecnológicas e a concorrência dos preços de mercado.

Já no estudo de Coase de 1960, intitulado *The Problem of Social Cost*, houve o aprimoramento do conceito de custos de transação, incorporando a preocupação com os conflitos de interesses universais, na figura dos custos sociais, que norteiam as incertezas entre a firma e os demais agentes do mercado. A princípio, pode-se mencionar todos os acordos contratuais, entre o empregador e o empregado, aqui entendidos como sindicatos ou o Estado e seus Governados. A firma enquanto fenômeno econômico permite centralizar e organizar a produção e diminuir os custos de transação (contratuais, informacionais, trabalhistas) além dos insumos da produção que recaem sobre o empreendedor, em razão das instabilidades e imperfeições do mercado. Os contratos, principalmente aqueles de longo prazo, garantem a estabilidade e a regularidade do processo produtivo a partir da redução dos custos e da maximização dos lucros.

Para Williamson (1988), a firma serve para minimizar os custos de transação frente aos oportunismos desencadeados pelos indivíduos. Consequentemente, o fluxo das transações entre os agentes econômicos na empresa requer mecanismos de incentivos, bem como formas para superar conflitos de interesse e atividades que buscam alcançar a continuidade das transações no mercado.

As abordagens Evolucionistas da Teoria da Firma, que discutem as firmas como instituição e Organização, diferenciam-se das Teorias Clássicas e Neoclássicas por deixarem em segundo plano elementos básicos do Pensamento Econômico convencional e incluem outros aspectos na discussão. Para os Evolucionistas a dinâmica econômica é baseada em inovações nas formas de organização, nos produtos e nos processos, e essas modificações são decorrentes de instabilidades do sistema econômico e da grande importância atribuída às relações entre os agentes econômicos. Os conceitos de destruição criadora de Schumpeter em

analogia a Teoria da Evolução de Darwin fornecem os pilares da essência da falta de continuidade decorrente de crescimentos econômicos sucessivos e das inovações tecnológicas cotidianas. Os evolucionistas criticam as teorias clássicas e neoclássicas que definem todo o comportamento da firma unicamente em função da maximização dos lucros.

O Institucionalismo atribui à Instituição o papel de unidade básica de análise, em substituição ao indivíduo da teoria clássica e à racionalidade absoluta da mão invisível. Hodgson (1988), argumenta que os indivíduos e as instituições se completam mutuamente moldando-se e sendo moldados e que, embora distintos, estão atrelados em uma interação mútua e independente ao mesmo tempo. Hodgson (1988) também menciona que a firma além da visão organizacional, incorpora uma dimensão social, a partir de seus sistemas político e jurídico dando ênfase às relações de poder que estão presentes nas economias de mercado como parte de um todo e em evolução permanente.

Nesse contexto, a Abordagem Institucionalista é uma reação às perspectivas apresentadas pelas Escolas Clássicas e Neoclássicas que fundamentavam a Firma no individualismo. Atribui à instituição papel central na análise, em função de que o sujeito nasce e é socializado em um mundo organizado e regido pelas instituições, em substituição a racionalidade individual. As instituições apresentam um grau de variação constante ao longo do tempo em relação aos indivíduos e por essa razão podem sobreviver mais tempo e superar as mais diversas barreiras, razão suficiente para escolher a instituição ao invés do indivíduo. Portanto, o Institucionalismo recusa a pretensão de edificar uma teoria, cujos alicerces se baseiam unicamente nos atributos da racionalidade individual dos agentes econômicos.

Desse modo, são os hábitos que desencadeiam as rotinas e sustentam a própria Instituição. O conceito de hábito é revestido de um papel estratégico para os Institucionalistas, dos hábitos derivam a rotina, um comportamento previamente concebido, as habilidades cognitivas em contraposição as racionalidades. Os hábitos e as rotinas tornam-se comuns a um grupo social e edificam as instituições, que podem ser mais abstratas como a linguagem e os códigos morais, e mais concretas como as Firms (Coriat & Weinstein, 1995).

A concepção da firma enquanto Organização, nasce das ações coordenadas entre os indivíduos, transformando conflitos em cooperação, mobilizando recursos e coordenando esforços para sua sobrevivência. Do ponto de vista evolucionista, a evolução da firma, sua capacidade de responder as alterações do meio, dependem de quatro pontos principais: (i) aprendizagem e rotina; (ii) sentido de dependência; (iii) ambiente e seleção; (iv) competência central (Coriat & Dosi, 1998; Coriat & Weinstein, 1999).

Na aprendizagem e rotina, Coriat e Weinstein (1995), dizem que a repetição e a experimentação determinam que as tarefas sejam realizadas de forma mais rápida e melhor e novas oportunidades operacionais sejam colocadas em prática. Sendo assim, as rotinas identificam e determinam o comportamento das firmas, constituindo a base da vantagem competitiva da empresa. Com o sentido de dependência a firma evolui de acordo com as competências acumuladas, que podem mudar à medida que se apresentam as mudanças estruturais, a firma acumula experiências com base nos conhecimentos anteriormente adquiridos, segue uma linha constante, e só desvia sua trajetória bruscamente se ameaçada pelas mudanças da conjuntura econômica do país, ou impulsionada pelas inovações de natureza tecnológica (Teece, 1977; Dosi, Freeman & Fabiani, 1994).

O ponto destinado a estudar o ambiente e a seleção, conforme Teece (1993), Dosi e Marengo (1994), definem que o mercado, por si só, não é capaz de eliminar as firmas que não conseguem se comportar de acordo com o pressuposto da maximização dos lucros. Os Evolucionistas identificam trajetórias tecnológicas diferentes e a diversificação das estruturas mercadológicas nos ambientes nos quais as firmas se desenvolvem. É indispensável, portanto, identificar o grau de competição nesse ambiente de economia de escala que viabiliza a seleção das firmas participantes. Já o conceito de competência central é importante para entender a própria existência da firma, e compreender porque elas são diferentes umas das outras e como evoluem. A competência central é um conjunto de competências tecnológicas diferenciadas, a evolução da firma depende da transformação das competências, à medida que, novas oportunidades tecnológicas estão disponíveis (Dosi, Freeman & Fabiani, 1994).

A evolução da firma se deu com a capacidade da mesma em responder as alterações do meio e transformar os conflitos em cooperação, determinando a sua sobrevivência, concentrando os esforços em aprendizagem e rotina com as novas oportunidades operacionais e comportamentais com ênfase em procedimentos que permitem desenvolver vantagens competitivas; o sentido de dependência percorrido através de uma linha constante de competências acumuladas; o ambiente e a seleção que definem que o mercado não é capaz de eliminar as firmas, o ambiente de competição é que seleciona; e a competência central que orienta as diferenças entre as empresas e as formas diversas como as firmas evoluem.

A separação das funções de proprietário do capital e de administrador do negócio, papéis que ficaram evidenciados a partir da teoria da firma, em função da complexidade das operações envolvidas, passou a exigir profissionais especializados para gestão. Nessa relação, emergiram problemas, relacionados às adequações das decisões tomadas pelos

administradores e com as exigências dos acionistas proprietários a fim de equacionar e minimizar conflitos de interesses e custos de monitoramento, elementos estes, estudados na lógica da Teoria da Agência.

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA NO CONTEXTO DA SEPARAÇÃO ENTRE A PROPRIEDADE E O CONTROLE

Os primeiros estudos que serviram como alicerce para a Teoria da Agência foram realizados por Spence e Zeckhauser (1971), Alchian e Demsetz (1972) e Ross (1973), sendo o foco principal a análise da estrutura de remuneração dos gestores, denominados de agentes e o relacionamento de seus interesses com os proprietários ou acionistas, nominados de principal.

Spence e Zeckhauser (1971), examinando o mercado de seguros, constataram que o segurador não conseguia monitorar diretamente o segurado, em função da limitação das informações disponibilizadas, porque o segurado tende a agir com oportunismo. Estudaram a relação entre os riscos e os incentivos pertinentes às ações individuais, sendo que a mistura ótima desses dois componentes foi considerada um problema de difícil solução. Para Spence e Zeckhauser (1971), a finalidade do seguro é proteger os indivíduos avessos ao risco, na suposição de que todos os indivíduos possuem perspectivas e recursos idênticos. Esse estudo despertou aspectos relacionados à Teoria da Agência, na medida em que demonstrou que, embora possa ser recomendável monitorar, nem sempre é economicamente viável.

O estudo de Alchian e Demsetz (1972) usou como base conceitos que contribuiriam para consolidação da Teoria da Firma. Nesse estudo, a firma não era organizada e administrada autoritariamente, os contratos que regulamentavam as trocas de interesses, permitiam a supervisão dos gestores pelos acionistas por meio do fluxo dinâmico das informações gerenciais, e a base da relação entre as partes envolvidas era definida nos termos dos contratos informais. O proprietário passou a ser chamado de agente central e comandava um arranjo contratual informal, sem vieses autoritários. A estrutura contratual formal surgiu então, como um mecanismo para intensificar a organização eficiente e proporcionar a redução dos custos de transação.

Segundo Ross (1973), o agente e o principal agem de modo a maximizar sua utilidade esperada, nas relações de interesse social e nos acordos contratuais. Os problemas de agência atrelados ao risco moral que envolvem a escolha sob incertezas e relevância das expectativas.

Destacou o resultado esperado em função do poder de barganha em um processo de mercado e ressaltou o papel das escolhas na relação entre o agente e o principal, em função do volume de informações disponíveis. Ross (1973), também afirmou que o agente e o principal compartilham as mesmas crenças e buscam vantagens comparativas. Há então, nesse cenário, uma tendência de que ambos, adotem atitudes idênticas em relação as utilidades esperadas, frente às restrições impostas por suas escolhas. Por isso, há dificuldade em monitorar as escolhas que permeiam as relações entre o agente e o principal.

Apesar da importância dos trabalhos anteriores a Jensen e Meckling (1976), estes foram os autores que formalizaram a Teoria da Agência e a apresentaram de forma mais detalhada. Vale ressaltar que os estudos de Berle e Means (1932) serviram de alicerce para os vários estudos de Jensen e Meckling (1976) que culminaram na elaboração e divulgação da Teoria da Agência, atualmente utilizada em muitos estudos na área de finanças, contabilidade e gestão. Outra inovação do trabalho desenvolvido por Jensen e Meckling (1976) foi a utilização do termo estrutura de propriedade em substituição a estrutura de capital.

Jensen e Meckling (1976) aprofundaram a Teoria da Agência a partir de problemas decorrentes da separação da propriedade e controle, apontando que os administradores das empresas e os proprietários dos negócios possuem interesses e objetivos muito diferentes: (i) os acionistas e proprietários buscam a maximização do valor da empresa e a partir dessa valorização, o aumento do retorno do capital investido; (ii) os gestores vislumbram estratégias baseadas nas suas preferências pessoais que não necessariamente coincidem com a dos proprietários e acionistas, e na inexistência de mecanismos e incentivos para monitorar as atitudes dos administradores, esses podem exercer seu livre arbítrio, inclusive em oposição aos interesses dos proprietários.

Nesse contexto, a Teoria da Agência analisa os conflitos e os custos decorrentes da separação entre a propriedade do negócio e o controle do capital, o que origina assimetrias informacionais e riscos morais que se desenvolvem nesse ambiente de relação conturbada entre o principal e o agente. Assim, surgem os custos de agência decorrentes da soma das despesas de monitoramento, as despesas de vinculação pelo agente e as perdas residuais.

As despesas de monitoramento estão relacionadas a inibição do comportamento oportunista dos administradores e ao fato de que os interesses do agente e do principal nem sempre estão alinhados, surgindo a figura do incentivo para cumprimento dos contratos como um instrumento de monitoramento. A inexistência de contratos perfeitos é que determina os problemas de monitoramento em todos os níveis de comando na empresa e nas relações

externas entre as partes interessadas, sendo que a governança corporativa é um dos conjuntos de mecanismos que podem ser adotados pelo principal para controle dos agentes. As despesas de vinculação são aquelas relacionadas com a garantia de que o agente não prejudicará o principal com suas ações ou omissões. As perdas residuais são representadas pelo resultado da diferença entre as reais decisões do agente e a decisão que tenderia a maximizar o bem-estar do principal.

Portanto, para Jensen e Meckling (1976), os custos decorrentes da separação entre a propriedade do negócio e o controle do capital compreendem os custos de contrato entre o principal e o agente, o seu monitoramento e os custos incorridos pelos agentes na sinalização ao principal de sua honestidade, além das perdas decorrentes dos conflitos entre o agente e o principal nas decisões tomadas que interferem na busca pela maximização do valor da empresa.

Os custos de monitoramento e de garantias de honestidade contratual são inevitáveis na relação entre o agente e o principal. Portanto, está claro, que os custos de agência não são zero e estão associados com a separação entre a posse e o controle da empresa. Os custos de agência são tão representativos quanto qualquer outro custo e dependem do direito e da imaginação humana na construção dos contratos. Sob esse aspecto, tanto a legislação quanto a sofisticação dos contratos são relevantes e caracterizam um processo histórico edificado a partir da necessidade empresarial do lucro e da necessidade de monitorar a honestidade dos envolvidos nos contratos. Tudo isso ocorre por ser fomentado pelos incentivos monetários às pessoas que participam do processo de gestão e que possui o explícito propósito de reduzir os conflitos (Jensen & Meckling, 1976).

Outro aspecto importante, para Jensen e Meckling (1976) foi que a transferência dos direitos de controle ocasiona custos transacionais em função do risco moral, que denuncia a importância da adoção de mecanismos de monitoramento e de controle, visando à harmonização dos interesses de partes envolvidas no ambiente interno da empresa e nas operações externas. Os custos de transação são, portanto, os custos necessários para manter o sistema econômico em atividade. Os conflitos de interesse é que conduzem a existência desses custos, sendo a relação entre o agente e o principal permeada por um conjunto de contratos complexos e agravada pela assimetria da informação e pelos riscos morais. A assimetria da informação ocorre quando uma das partes não possui toda a informação indispensável para compreender o contrato, e o risco moral quando os agentes colocam seus interesses acima do interesse do principal, atitudes assumidas a partir de diferentes

preferências e perspectivas que permeiam as relações entre agente e principal. Nesse sentido, o risco moral é uma forma oportunista, difícil de prever nos contratos formais ou informais, e que prolifera devido a dificuldade de se verificar as ações dos agentes.

A estrutura de propriedade e de controle de uma empresa é definida pela composição acionária, ou seja, em que proporção as ações estão distribuídas entre os diversos tipos de proprietários. O acúmulo de ações pelo controlador, enquanto forma de capturar o grau de separação entre propriedade e controle, possui um impacto positivo no desempenho corporativo, denominado de Efeito Incentivo ou Alinhamento e, também impacto negativo, denominado Efeito Entrincheiramento.

O Efeito Incentivo ou Alinhamento é decorrente da maior concentração na composição acionária dos gestores e beneficiaria os acionistas, pois incentivaria os administradores a maximizarem o valor da firma. A valorização ou desvalorização das ações da companhia, possibilitaria um alinhamento dos interesses entre os executivos e os proprietários. O Efeito Entrincheiramento, por sua vez, representado pela elevada participação acionária dos administradores, pode levá-los a buscar a manutenção de suas posições financeiras no mercado, usufruindo dos benefícios particulares do controle em detrimento dos demais proprietários. Sendo assim, os aumentos percentuais da participação de gestores no montante das ações levariam a redução do valor de mercado da companhia.

Em função de seus desdobramentos, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os agentes econômicos individuais e o mercado. A solução para a complexidade organizacional das firmas, segundo Fama e Jensen (1983a), consiste em intensificar a separação durante o processo da tomada de decisões, isto é, vincular as decisões de controle ao Conselho de Administração, que trata da previsão e direcionamento dos negócios e as questões de gestão a um agente responsável por conduzir os procedimentos gerenciais cotidianos que possibilitem a sobrevivência do negócio.

Fama e Jensen escreveram dois outros importantes textos em 1983, publicados no *Journal of Law and Economics*, volume XXVI, um intitulado *Separation of ownership and control*, em português Separação entre a Propriedade e o Controle e outro texto que discutia *Agency problems and residual claims*, em português problemas de Agência e os Créditos Residuais.

No primeiro texto, Fama e Jensen (1983a) explicaram que em organizações mais complexas, as reivindicações residuais são difundidas entre muitos agentes. O custo de

monitoramento do controle de decisão é alto com muitos participantes, como consequência existe separação de risco residual, que geram problemas de agência entre demandantes residuais e os agentes de decisão. A separação do controle de decisão, em todos os níveis, ajudaria a equacionar os problemas por meio da limitação do poder de decisão de agentes individuais que possuem interesses residuais. O controle nas organizações complexas seria hierárquico e as iniciativas de decisão dos agentes de nível inferior repassadas aos agentes de nível superior, primeiro para confirmação e na sequência para o monitoramento. No segundo texto, tratam de abordagens eficientes para controlar problemas de agência. Abordam diferentes formas de controlar os problemas de agência, a partir das características das estruturas contratuais, que diferenciam as formas de organização das empresas. O trabalho, foi dividido em duas partes e enfocou: (i) o controle dos problemas da organização decorrentes da separação entre a propriedade e controle. O foco seriam as organizações específicas, sociais e econômicas, como as de religião, educação, entretenimento, pesquisa e produção de bens, voltadas à entrega do produto ou serviço exigido pelos clientes, com o preço mais baixo e a cobertura dos custos; (ii) os efeitos das características do crédito residual nas regras de decisão que limitam os riscos, especificam pagamentos ou ganhos de incentivo vinculados a medidas específicas de desempenho. Os créditos residuais podem conduzir a pulverização de acionistas ou proprietários, que detém pouca ou nenhuma proteção contra as ações oportunistas dos agentes administradores que agravam o abismo entre os proprietários e o controle.

Para Fama e Jensen (1983b) a empresa de capital aberto seria uma incrível invenção social, indivíduos voluntariamente confiam seus recursos aos cuidados de gestores profissionais, que a partir de um complexo conjunto de contratos definem os direitos das partes envolvidas num cenário de custos de agência. As empresas de capital aberto desenvolvem maior chance de sobreviver, em um cenário onde as ações são livremente negociadas e os acionistas exercem a liberdade plena em relação aos negócios da empresa, favorecem formas corporativas em economias de escala, que envolvem grandes riscos e grandes demandas.

Dez anos depois, em 1994, houve uma nova roupagem da Teoria do Agente, quando no artigo *The Nature of Man*, Jensen e Meckling apresentam que a hipótese fundamental da Teoria da Agência, nasceu do fato de que os agentes e o principal são pessoas de natureza humana, por vezes diferentes e com interesses individuais diversos. Assim, os indivíduos são recursos e respondem com criatividade às oportunidades que o ambiente oferece, trabalham

para eliminar os obstáculos que os impedem de realizar o que desejam. Portanto, não são movidos apenas por dinheiro, mas pelo respeito, honra, poder, amor e o bem-estar que passam a fazer parte de suas expectativas a serem alcançadas.

Nesse aspecto, compreender o comportamento humano é fundamental para entender as organizações e que muitos conflitos de agência florescem a partir das diferenças de pensamento e da própria condição da natureza humana. Para Jensen e Meckling (1994) a honestidade, o egoísmo, a inteligência, a ignorância, a generosidade são atributos da individualidade que podem cultivar os desacordos contratuais entre trabalhadores, acadêmicos, políticos, cientistas, profissionais, gestores e acionistas. Os indivíduos são seres por natureza engenhosos, maximizadores e acumuladores, mas que se adaptam e respondem de acordo com as oportunidades que o ambiente oferece, possuem necessidades ilimitadas e a sociedade, por sua vez, impõe custos às pessoas que violam as regras sociais e essa forma de repressão afeta o comportamento e identifica que alguns indivíduos se afastam das normas sociais se as recompensas forem suficientes. Esse comportamento se manifesta na vida cotidiana, nas relações contratuais e nas empresas.

2.3 CARACTERIZAÇÃO E COMPETÊNCIAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Descrever as características e as atribuições do Conselho de Administração não são apenas formalismos, tampouco obrigações previstas em lei, a serem seguidas exclusivamente pelas empresas que possuem negócios em Bolsas de Valores. Existe uma série de vantagens, às companhias que optam por negociar em Bolsas de Valores para a organização, aos acionistas, colaboradores, mercado e aos *stakeholders*. Para Treiger (2009) são as características e atribuições alicerçadas em regulamentações que denotam maior credibilidade à gestão e fomentam o desenvolvimento da responsabilidade corporativa compartilhada, multiplicando a transparência e a divulgação de informações. Assim, o maior comprometimento dos agentes internos e externos envolvidos contribui para o aumento do valor da empresa e a adoção de novas práticas de gestão para incrementar a governança corporativa.

Na década de 80 a Inglaterra e os Estados Unidos foram marcos no alinhamento dos interesses entre os gestores administradores e os sócios acionistas, por meio da criação de um mecanismo de controle denominado *Board of Directors* ou Conselho de Administração. Os

Conselhos de Administração como parte de uma solução de mercado para os problemas de agência. Delimitar o papel do Conselho de Administração tem por objetivo estabelecer uma ponte entre os direitos dos sócios proprietários, dos acionistas e dos administradores responsáveis pela gestão, buscando a manutenção e maximização dos interesses dos envolvidos no negócio. Conforme o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), o Conselho de Administração é o principal órgão no sistema de governança corporativa, não sendo um simples produto de regulação somente para as sociedades de capital aberto, mas também para as de capital fechado, tanto as de fins lucrativos como as filantrópicas. Nesse aspecto, o Conselho de Administração se torna uma exigência corporativa e de mercado que precede regulamentos e previsões legais.

Para Hermalin e Weisbach (2003), os Conselhos de Administração representam uma solução de mercado que ameniza os problemas de agência das organizações, decorrentes da complexidade e do caráter defeituoso e incompleto dos contratos. A atuação dos conselheiros ajuda a evitar escândalos corporativos e a destruição do valor da empresa, assim como a maximização da riqueza dos acionistas e agregação de valor à empresa. Desse modo, uma das atribuições do Conselho de Administração é avaliar os executivos e seu desempenho, atuando como órgão consultivo no processo de tomada de decisões.

No Brasil o Conselho de Administração possui característica de previsão legal nas empresas de capital aberto, regulamentada pela Lei das Sociedades Anônimas de 15/12/1976 e caráter deliberativo, pois é um órgão que se reuni para refletir e decidir sobre questões que envolvem a vida da organização, os integrantes são eleitos pelos acionistas e devem ser em número de pelo menos três, conforme previsto no artigo 140 da Lei 6.404/76, ou no mínimo cinco de acordo com o IBGC (2015). Em se tratando de aspectos legais a Lei nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007, altera e revoga dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

A composição do Conselho de Administração, por disposição legal (art. 140, da Lei nº. 6.404/76), terá no mínimo, três membros, eleitos pela assembleia geral e destituíveis a qualquer tempo. O Estatuto regula seu funcionamento e estabelece: o número de conselheiros permitidos, o processo de escolha do presidente do conselho; o modo de substituição dos conselheiros; o prazo de gestão, que não poderá ser superior a três anos, permitida a reeleição; e as normas sobre convocação e funcionamento. O Conselho de Administração deve ser composto, conforme o IBGC (2015), tendo em vista a diversidade de conhecimentos,

experiência dos membros e gênero, permitindo que a organização se beneficie da pluralidade de argumentos na tomada de decisão, sendo que o processo de seleção dos conselheiros deve ser condizente com os valores da organização.

A constituição do Conselho de Administração eficaz, com a adoção das melhores práticas de governança corporativa, em diferentes áreas da administração, contribui para a prosperidade do negócio e ajuda a garantir o atendimento das necessidades de capital. De acordo com o IBGC (2009) na constituição do Conselho de Administração devem ser levados em conta aspectos como: a escolha do executivo adequado aos propósitos do cargo; o fator sucessão, como importante ferramenta do conselho para gerar valor na empresa; o sistema de recompensa, adotando um pacote de incentivos que possibilite o alinhamento dos objetivos do executivo e as expectativas do negócio; adoção de estratégias de consenso e entendimento, com revisão destas constantemente; administração de talentos da empresa, investindo em líderes potenciais; monitorando a saúde financeira da empresa para, antecipar riscos e garantir a perpetuação do negócio.

Para Vafeas (2000) os Conselheiros assumem funções de decisão e controle, sendo a primeira por meio da escolha da estratégia adequada para investimentos financeiros de curto e longo prazos e a segunda para definir a contratação de administradores e o acompanhamento das decisões de direcionamento de capital, via acompanhamento de relatórios de informações financeiras e contábeis. Consequentemente, os Conselhos de Administração atuam como intermediadores entre os fornecedores de capital e os gestores, na busca por assegurar a proteção legal dos investimentos, o monitoramento dos contratos e o alinhamento dos interesses, visando minimizar os conflitos de agência.

Jensen (1993) argumenta que um aspecto fundamental para a eficiência de um Conselho de Administração está relacionado ao número de membros que o compõem. Afirma que a medida que o número de conselheiros aumenta, a eficiência do conselho diminui, devido a pulverização da decisão e controle e ao surgimento e agravamento dos conflitos internos. A ideia de que conselhos grandes podem ser menos eficazes, deriva do fato de que, quando os conselhos se tornam muito grandes, surgem internamente problemas de agência, passando a projetar, mais a imagem de um símbolo de poder e menos a representação de um processo de gestão da organização.

Por outro lado, Vafeas (2000) alerta sobre a necessidade de um número adequado de membros, afinal se de um lado um Conselho de Administração menor pode representar mais eficácia, promover o controle e propiciar a melhoria da qualidade dos relatórios financeiros,

por outro lado, poderá se tornar evidente a falta de membros para fiscalizar e monitorar a gestão, o que poderia depor contra os interesses da organização. É primordial, portanto, alcançar um ponto de equilíbrio quando a discussão trata do tamanho ideal do Conselho de Administração.

Os membros do Conselho de Administração devem apresentar competências específicas para o desempenho das funções, alguns aspectos que podem ser elencados, de acordo com o IBGC (2015), como desejáveis para a adequada atuação do conselheiro: absoluta integridade pessoal; capacidade de compreender e analisar relatórios contábeis e financeiros; total ausência de conflitos de interesses; disponibilidade de tempo para exercer a função; motivação para interagir com as metas da empresa; relevante alinhamento com os valores e com a missão da organização perante o mercado e ainda o conhecimento e a predisposição de multiplicar as melhores práticas de governança corporativa.

As qualificações desejadas para o futuro conselheiro são aquelas relacionadas às experiências e conhecimentos adquiridos ao longo da vida, tais como: participação em Conselhos de Administração reconhecidos por sua excelência; experiência como executivo principal; destacada capacidade em administrar crises; entender de finanças corporativas e análise de riscos de investimentos; possuir profundos conhecimentos contábeis; deter amplos conhecimentos do ramo onde a empresa está inserida; conhecer o mercado nacional e internacional; ter visão estratégica e contatos de interesses da empresa na economia globalizada IBGC (2015).

Também conforme o IBGC (2015) podem ser enumeradas três classes de membros do conselho: (i) membros internos que são os conselheiros que ocupam posição de diretores ou que são empregados da empresa; (ii) membros externos que são conselheiros sem vínculo empregatício com a organização, mas que não são independentes, tais como ex-diretores e ex-empregados, advogados e consultores que prestam serviços à empresa; (iii) membros independentes que são os conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação, controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometam suas ações no melhor atendimento aos interesses da organização.

A estrutura do Conselho de Administração deve ser formada por: (i) conselheiros que detêm a propriedade e são eleitos em Assembleia Geral ou Acordo de Acionistas; (ii) conselheiros gestores que detêm a gestão executiva do negócio e representam a alta cúpula da

empresa; (iii) conselheiros de família que representam os familiares, o conselho de família, o protocolo de família (IBGC, 2015).

De acordo com o IBGC (2015) o Conselho de Administração é o órgão encarregado da tomada de decisão em uma organização e deve agir em conformidade com o planejamento estratégico da instituição. Dessa forma, deve assegurar o cumprimento dos princípios, dos valores, do objetivo social e do sistema de governança da organização, do qual é seu principal componente. Por consequência, o Conselho de Administração decide os rumos estratégicos do negócio, defende interesses corporativos, monitora a diretoria e atua como um elo que aproxima a organização e os sócios. Os membros do Conselho de Administração são eleitos pelos sócios e respondem pela empresa na qualidade de gestores, por isso, possuem deveres fiduciários para com a organização, ou seja, devem atuar única e exclusivamente na busca do melhor interesse dos investidores e prestar contas aos sócios nas Assembleias e aos demais interessados envolvidos por meio de relatórios periódicos. Logo, a fidúcia é a matéria prima essencial nesse relacionamento e a figura do conselheiro carrega diversos deveres morais perante a organização, não sendo apenas mero representante legal.

Entre as competências do Conselho de Administração consta um elenco de boas práticas, destacando-se: orientação geral dos negócios da companhia; eleição e a destituição dos diretores e a definição de suas atribuições; fiscalização da diretoria; convocação de assembleia geral; deliberação, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações; autorização para alienação de bens do ativo permanente, constituição de garantias a obrigações de terceiros; escolha e destituição de eventuais auditores independentes; assegurar que cada parte interessada receba benefício proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que foi exposta; prevenir e administrar conflitos de interesses; administrar divergências de opiniões, em conformidade com o disposto no IBGC (2015). Para tanto, deve solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções; monitorar se as ações dos gestores estão alinhadas aos valores da empresa; propor medidas corretivas previstas no código de conduta; definir estratégias que protejam a organização e ajude a maximizar o retorno do investimento; buscar o equilíbrio das expectativas das partes interessadas; desenvolver um ambiente onde seja possível expressar opiniões e debater questões éticas.

Nos termos do art. 142 da Lei nº. 6.404/76 que define as competências do conselho de administração, como sendo atribuições, que constituem deveres indeclináveis para os seus membros, cabendo aos conselheiros a responsabilidade pelo não cumprimento dessas

obrigações. São competências do Conselho de Administração: (i) fixar a orientação geral para os negócios sociais; (ii) eleger e destituir os membros da diretoria; (iii) suprir eventuais omissões do estatuto, quanto à distribuição de competência entre os diretores; (iv) fiscalizar a atuação da diretoria, inclusive mediante o exame dos livros e solicitação de informações sobre atos praticados ou projetados; (v) convocar a assembleia geral; (vi) manifestar-se sobre o relatório da administração, a prestação de contas anual da diretoria e, se previsto em estatuto, sobre atos ou contratos de importância; (vii) deliberar o aumento do capital social, com emissão de novas ações, no limite da autorização estatutária; (viii) deliberar sobre a emissão de bônus de subscrição, se autorizado pelo estatuto; (ix) autorizar a alienação de bens do ativo não circulante, a sua oneração, bem como a prestação de garantia a terceiros, a menos que o estatuto atribua a competência à assembleia geral ou à diretoria; (x) escolher e destituir os auditores independentes.

O IBGC (2015) define as competências do Conselho de Administração: (i) fixar a orientação dos negócios da companhia, definindo sua missão, objetivos e diretrizes, aprovando o plano estratégico; (ii) aprovar a política de gestão de riscos e acompanhar a implementação; (iii) constituir comitês, com atribuições específicas de análise e recomendação sobre determinadas matérias; (iv) nomear os membros dos comitês; (v) aprovar o Código de Conduta e Regimento Interno; (vi) convocar Assembleia Geral nos casos previstos em lei; (vii) avaliar os resultados de desempenho da companhia, do próprio Conselho, da diretoria e dos membros; (viii) fixar a remuneração individual dos administradores; (ix) deliberar sobre a emissão de debêntures; (x) deliberar sobre a emissão de ações até o limite do capital autorizado; (xi) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar os livros e documentos da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados e quaisquer outros atos; (xii) eleger e destituir o diretor-presidente e demais diretores; (xiii) fixar as atribuições dos diretores; (xiv) supervisionar o relacionamento entre os executivos e demais interessados; (xv) escolher e destituir auditores independentes; (xvi) determinar a contratação de especialistas e peritos para melhor instruírem matérias sujeitas à deliberação; (xvii) autorizar a alienação de bens do ativo; (xviii) determinar o valor acima do qual contratos ou operações, deverão ser submetidos à prévia aprovação do Conselho; (xix) manifestar-se sobre o relatório da diretoria, as demonstrações financeiras e a proposta de destinação do resultado do exercício; (xx) ter atualizado, um plano de sucessão do diretor-presidente e de todas as outras pessoas chave da companhia.

O Conselho de Administração deve avaliar a independência dos conselheiros e cada conselheiro deve refletir a respeito de sua capacidade em examinar os temas propostos, em função da responsabilidade assumida perante a organização, independentemente de quem o tenha indicado, deve atuar de forma técnica e com isenção emocional, pois cabe aos conselheiros preservar o valor da organização. Caso o conselheiro identifique conflito de interesses, deve denunciar e não participar da decisão sobre o tema, votando de forma independente, atendendo aos interesses da organização, se identificar pressões ou constrangimentos e a impossibilidade de manter a autonomia, deve renunciar, sem prejuízo a futura denúncia à Assembleia Geral. Vale ainda ressaltar que os conselheiros não são consultores da organização, não devendo dessa forma, atuar como tal.

2.4 RELAÇÃO COM INVESTIDORES

A atividade de Relações com Investidores surgiu em 1953, quando Ralph Cordiner, então *CEO* da *General Electric*, implementou um programa de relacionamento da *GE* com os seus acionistas (Silva, 2012). Um departamento foi criado e o termo Relações com Investidores foi utilizado pela primeira vez, iniciando suas atividades com um levantamento de informações sobre os acionistas. Na década de 50, os Estados Unidos entraram num período de forte expansão econômica que durou aproximadamente 20 anos, quando investimentos pretendiam recuperar o tempo perdido na depressão pós-guerra, os setores elétrico e de telefonia demandavam recursos, sendo que a construção civil e a indústria automobilística cresciam para atender novos mercados consumidores.

As relações com investidores, do ponto de vista de Mahoney (2003), são consideradas um importante um instrumental empresarial que está adquirindo notoriedade. Tem como função principal, estabelecer um canal de comunicação que visa aproximar a empresa e o mercado, analisando os questionamentos e as demandas dos investidores, para então apresentar as respostas adequadas. Segundo o autor, o mercado de capitais tem atraído poucos investidores minoritários, porque os esforços estão sendo direcionados com foco nos investidores institucionais, levantando o questionamento se este seria um comportamento orientado pelo alto escalão da organização. As relações com investidores representam o resultado de um processo lento de construção e que ainda está em evolução no ambiente das interações entre a área de finanças das empresas e o público em geral.

A quebra da Bolsa em 1929 e o sofrimento durante a depressão incutiu nos investidores individuais uma razoável desconfiança das companhias abertas e das bolsas de valores. As companhias até então estavam acostumadas com grandes investidores, orientados por corretoras, que não participavam das Assembleias e caso não aprovassem a gestão, simplesmente vendiam as ações. Em 1950, a Ford fez um grande lançamento de ações para pequenos investidores, entendendo que os compradores de seus automóveis seriam potenciais acionistas, outras empresas passaram a seguir a mesma estratégia. Os gestores perceberam que além de comprar produtos e serviços, os consumidores desejavam adquirir ações das companhias e, vendo-se como proprietários, queriam ser ouvidos. Nesse contexto surgiu as Relações com Investidores como um departamento destinado a elaborar relatórios financeiros, que eram então divulgados por profissionais especializados na comunicação em massa.

Nos anos 1990 nos Estados Unidos, os acionistas despertaram para a urgente necessidade de novas regras, que os protegessem de possíveis abusos das diretorias administrativas das empresas, da inércia ou conivência dos Conselhos de Administração e de ações ou omissões de auditorias internas e externas, tendo em vista que, o acionista delega a um agente profissional - gestor administrador - o poder de decisão sobre a propriedade, o capital investido no negócio, sua poupança individual, e então, passa a conviver com as incertezas, em função de que os interesses nem sempre estão alinhados. Treiger (2009) expõe que os departamentos de Relações com Investidores surgiram com o objetivo de garantir os interesses das partes que se relacionam no ambiente corporativo e no mercado globalizado, atraindo e retendo investidores e acionistas, com o objetivo de garantir a continuidade lucrativa do negócio e a maximização dos interesses.

Desde 1976, a Comissão de Valores Mobiliários no Brasil passou a exigir a Diretoria de Relação com o Mercado (DRM), a qual passou a ser obrigatória para as companhias listadas na Bolsa de Valores. Na década de 1990 as Relações com Investidores (RI) conquistaram o espaço e a importância nas organizações.

No Brasil as funções relacionadas às Relações com Investidores foram regulamentadas em 1997 com a criação do IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, tendo como modelo o americano *NIRI – National Investor Relations Institute*, que existe nos Estados Unidos desde 1969. De acordo com o IBRI (2013) as Relações com Investidores desempenham as funções de gerenciar as expectativas, integrar as áreas, promover caminhos para divulgação, oferecer treinamentos, gerir políticas de comunicação e estabelecer o responsável que representa e transmite as informações em nome da empresa.

Desse modo, as relações com investidores contam com o comprometimento da administração da empresa em atividades de longo prazo e em processo de mão dupla com o mercado.

Vários benefícios decorrentes do desenvolvimento das relações com os investidores estão relacionados à criação da cultura da transparência e das boas práticas de governança que possibilitam que a mensagem corporativa seja transmitida de forma clara e que as percepções do mercado em relação a companhia cheguem aos administradores. Manter profissionais de relações com investidores indica aos investidores que a empresa pretende continuar investindo e agregando valor às ações, divulgando as vantagens competitivas do negócio baseadas em plano de negócios (IBRI, 2007).

No Manual do RI de Mahoney (2007) são discutidos os princípios e melhores práticas das relações com os investidores, enquanto insumo imprescindível para a criação de valor à empresa e que desempenha papel fundamental ao interagir com a administração na busca pelo valor justo das ações da empresa. As atividades de relacionamento com investidores devem ser incluídas na rotina administrativa da empresa, mesmo não tendo em sua estrutura uma área exclusiva de RI. O papel das relações com investidores é ser um elo entre o mercado e a administração, ajudando a moldar uma avaliação justa da empresa, colhendo e divulgando informações internas para públicos externos estratégicos, interessados na empresa, expondo as perspectivas de retorno e crescimento, facilitando a captação de recursos no mercado.

A cultura da difusão de informações para públicos estratégicos desenvolve uma consciência corporativa interna, com medidas facilmente captadas pelos agentes internos e externos envolvidos, que contribuem para agregar valor às ações. A relação com investidores pode ser vista como um termômetro de mercado, que contribui para a agilidade da percepção e acompanhamento das demandas e expectativas do mercado, ampliando a base acionária, atendendo as expectativas de investidores e analistas. A comunidade investidora é colocada no topo das audiências públicas, eliminando surpresas e contribuindo para redução da volatilidade das ações e para a identificação do perfil do investidor: conservador, moderado ou agressivo, com foco na liquidez de curto prazo ou no crescimento sustentável da companhia no longo prazo (IBRI, 2013).

Para Treiger (2009) a Relação com Investidores seria como uma espécie de departamento estratégico destinado a aproximar a companhia de seus investidores atuais e potenciais. Combinando atividades de relações públicas, contabilidade e finanças, marketing e sustentabilidade, oferece ao mercado informações relevantes a respeito do desempenho da companhia e possibilita a interação no processo de formação dos preços dos ativos e avaliação

de riscos. Se a condução for adequada, as relações com investidores podem, ao longo do tempo, contribuir para o valor justo das ações da companhia no mercado, e de outro lado podem reduzir os custos de obtenção dos recursos no mercado de capitais. Para Silva (2012) a Relação com Investidores é a atividade estratégica que visa aproximar a companhia dos investidores atuais e potenciais, combinando a divulgação de informações de desempenho, com o objetivo de participar da formação dos preços dos ativos e melhorar a credibilidade. Assim, a relação com os investidores é o canal de relacionamento entre a companhia e o mercado de capitais, divulgando informações para: (i) atribuição de um valor de mercado justo para as ações que reflitam o valor de seus ativos e a expectativa em resultados futuros; (ii) redução da percepção de risco e consequentemente redução do custo de capital; (iii) desenvolvimento e implementação de estratégias voltadas ao aumento da liquidez das ações mesmo em condições adversas de mercado, mantendo os atuais e atraindo novos investidores.

O Código de Conduta do IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (2007) apresenta conceitos éticos que são desejáveis para um profissional de relações com investidores, no desempenho de suas funções. O Código está alicerçado nos Princípios da (i) Transparência, (ii) Equidade, (iii) Franqueza e Independência, e da (iv) Integridade e Responsabilidade.

O Princípio da transparência é fundamental para que se tenha confiança no mercado de capitais e deve ser um traço cultural da empresa, com característica de espontaneidade e continuidade. Sua matéria-prima são as informações relacionadas à atividade da empresa, a serem divulgadas, para possibilitar que o investidor, tenha entendimento e avalie as oportunidades. O Princípio da Equidade inibe tratamentos privilegiados e deve ser observado na propagação das informações. Cabe ao profissional de Relações com Investidores assegurar que toda informação seja disponibilizada simultaneamente aos interessados (IBRI, 2013).

O Princípio da Franqueza e Independência deve zelar pela distribuição da informação e para que ela seja completa e segura para fortalecer a credibilidade da organização sob o ponto de vista da independência, deve a comunicar aos órgãos da empresa qualquer descumprimento de disposições legais (IBRI, 2013).

O Princípio da Integridade e Responsabilidade deve ser observado pelo departamento de Relações com Investidores, respeitando as leis do país e a regulamentação emanada pelos órgãos que disciplinam o mercado como Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central e Bolsa de Valores. Nenhuma postura deve ferir a legalidade, sendo vedado o uso de qualquer

informação, para vantagem própria, sendo que, em situação de conflito de interesses, deve prevalecer sua reputação profissional e não a organização (IBRI, 2013).

Para Mahoney (1997) as empresas devem desenvolver um plano para atender às necessidades de seus acionistas. Todavia, os programas devem preservar elementos básicos. A qualidade da informação, é a chave para o sucesso no processo de avaliação da empresa, é a informação que estabelece as diferenças entre as decisões de investimento, reforçando a condução de boas práticas, alicerçadas nos objetivos da organização que conduzam a uma maior conscientização dos investidores e compreensão da empresa pelo mercado. Por isso, as relações com os investidores se apresentam como um processo dinâmico e contínuo, na medida em que cresce e se transforma, em função das descobertas de métodos de comunicação mais eficazes, que atingem os públicos-alvo e às mudanças dos processos de investimento, por parte dos diferentes integrantes do mercado de capitais. Na medida em que a empresa comprova a sua capacidade de aumentar os seus rendimentos e divulga de forma adequada este fato ao mercado investidor, o preço das ações continuará a subir, possibilitando a continuidade do negócio (Mahoney, 1997).

2.5 MEDIDAS PARA AVALIAÇÃO DA INTERNACIONALIZAÇÃO

Segundo Wafo (1998) a internacionalização da economia mundial começou antes da Primeira Guerra Mundial, em um contexto no qual investidores da Europa, em busca de maiores taxas de retorno, aplicaram uma parcela de suas economias para financiar empresas estrangeiras em outras partes do mundo. A concorrência interna em um mercado local repercute em outros mercados e dessa forma as empresas estão mais expostas à concorrência, em um cenário de economia internacionalizada, que renova as ameaças e as oportunidades.

A complexidade do processo de internacionalização envolve empresas de estruturas gerenciais e financeiras diversas e países com características culturais distintas. Segundo Dalla Costa e Souza Santos (2011) a internacionalização é um fenômeno que ocorre quando a empresa mantém relacionamentos com clientes e fornecedores localizados em países diferentes, viabilizando a produção e distribuição mundial de seus bens e serviços. Assim, a empresa passa a possuir ligações com o mercado internacional incorporando à sua estrutura a ideia de negócio globalizado.

Dunning (1988) identifica várias peculiaridades no processo de internacionalização, sendo uma delas que as empresas devem possuir certos atributos em relação aos competidores para justificar o investimento no exterior, incluindo aqueles relacionados aos itens intangíveis e a mão-de-obra especializada que possibilitarão às empresas usufruírem vantagens oferecidas pelos investidores internacionais, entre elas o maior acesso a recursos naturais; maior qualificação e remuneração da mão-de-obra; melhor infraestrutura, nível de desenvolvimento tecnológico mais adequado; políticas de governo diversificadas e a expansão da abrangência geográfica do mercado.

Para Dalla Costa e Souza Santos (2011) os aspectos que determinam a necessidade da empresa se internacionalizar estão relacionados aos próprios motivos que levam a empresa ao mercado internacional, quais sejam: (i) assegurar o fornecimento de insumos para fabricação de produtos; (ii) buscar novos mercados para crescimento da empresa devido a saturação do mercado doméstico; e (iii) integrar à cadeia produtiva globalizada. Assim, as atividades desenvolvidas em busca da internacionalização compreendem iniciar exportações ocasionais para melhor entender o potencial mercado consumidor externo e compreender como agem os consumidores; analisar como funcionam os aspectos relacionados a legislação tributária; identificar as dificuldades burocráticas; verificar se há disponibilidade de intermediário funcionarem como facilitadores na conquista de novos mercados; atender as características específicas de produtos exclusivos para fidelizar do consumidor estrangeiro.

No campo das Ciências Sociais Aplicadas, os estudos sobre internacionalização têm ocupado diversos espectros e, especificamente na área de Ciências Contábeis, as pesquisas têm utilizado a internacionalização como *proxy* para identificar o seu desempenho econômico e de mercado. Nesse sentido, estudos recentes utilizaram diferentes medidas de internacionalização para identificar suas associações com a estrutura organizacional (Sullivan, 1994; Ruigrok & Wagner, 2003; Hassel *et al.*, 2003; Honório, 2009), com a divulgação de informações ambientais (Masullo & Lemme, 2009), com o perfil exportador (Santos, Vasconcelos & De Luca, 2013; Platchek & Floriani, 2013; Platchek, Floriani & Borini, 2012), com as práticas de governança corporativa (Souza, Murcia & Marcon, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca, 2013; Santos, Vasconcelos & De Luca, 2015), e com a autonomia estratégica, tática e operacional (Fundação Dom Cabral, 2016).

Sullivan (1994) estudou 74 empresas americanas multinacionais do *ranking* da Revista Forbes, entre os anos de 1979 e 1990 para identificar a internacionalização das empresas. Propôs a utilização da ferramenta *DOI – Estimating the Degree of Internationalization* que

mede a internacionalização em três atributos (1) Desempenho, (2) Estrutura e (3) Atitudes. O atributo Desempenho mediu o volume das vendas no exterior, volume de recursos em atividades de P&D, as funções de marketing, o volume de exportação e o desempenho dos lucros estrangeiros. O atributo Estrutura mediu o volume dos ativos no estrangeiro e a quantidade de plantas de empresas controladas no exterior e o atributo Atitudes mediu a experiência internacional dos executivos e a localização geográfica das plantas. Os resultados sugeriram que a ferramenta *Estimating the Degree of Internationalization* produziu uma medida significativa de internacionalização.

Rulgrok e Wagner (2003) ampliaram o debate sobre o índice de internacionalização em 84 multinacionais alemãs, a partir da Perspectiva da Aprendizagem Organizacional em ambientes de negócios, caracterizados pelos pequenos mercados domésticos que forçam as empresas europeias a direcionarem seus esforços em operações internacionais. Para medir o índice de internacionalização utilizaram a relação entre as vendas estrangeiras e o volume total de vendas. Os resultados sugeriram que as multinacionais passaram por um processo de aprendizagem organizacional, caracterizado pela reconfiguração interna da empresa permitindo o desenvolvimento e a evolução da internacionalização. Além disso, os resultados estatísticos indicaram um relacionamento significativo entre o índice de internacionalização e o desempenho econômico das empresas.

Hassel *et al.* (2003) estudaram nas 100 maiores empresas alemãs o índice de internacionalização em duas dimensões. A primeira dimensão foi a Produção Real, medida: (i) pela proporção de funcionários estrangeiros; (ii) pela proporção das vendas no exterior e; (iii) pela presença em mercados tidos como chave. A segunda dimensão considerada foi a do Mercado de Capitais medida pela: (i) proporção acionária dos investidores estrangeiros; (ii) a efetiva contabilização em conformidade com as normas internacionais e; (iii) pela negociação de ações em bolsas estrangeiras. Os resultados sugeriram que os três indicadores de cada uma das duas dimensões da internacionalização são fortemente correlacionados entre eles, já para as duas dimensões da internacionalização existe uma ligação fraca. O estudo também propõe a discussão da chamada dimensão estratégica, relacionada a missão da empresa e sua imagem corporativa perante a sociedade.

Masullo e Lemme (2009) estudaram a relação entre o índice de internacionalização das empresas brasileiras de capital aberto e o nível de divulgação de informações ambientais voltadas para iniciativas de desenvolvimento sustentável. O índice de internacionalização foi medido a partir de cinco atributos: origem do capital votante; volume de exportação de

produtos e serviços, investimentos diretos em outros países; ações negociadas em bolsas internacionais; e financiamentos internacionais. A pesquisa concluiu que empresas mais internacionalizadas apresentam maior tendência em aderir às iniciativas empresariais que visam o desenvolvimento sustentável.

O estudo de Honório (2009) identificou quais determinantes organizacionais e estratégicos influenciam no índice de internacionalização de empresas brasileiras no que se refere ao volume e a forma de distribuição das operações. Propuseram uma métrica para medir o índice de internacionalização que contempla o tamanho da firma, a experiência internacional da organização, o número de parceiros internacionais, o volume de vendas internacionais, as regiões geográficas de realização de negócios internacionais e as estratégias de entrada adotadas para alcançar o mercado internacional. Os resultados evidenciaram que o tamanho da firma influencia fundamentalmente no processo estratégico internacional das empresas pesquisadas, e que a experiência internacional na constituição de parcerias estratégicas são fatores que interferem positivamente no índice de internacionalização.

Souza, Murcia e Marcon (2011) investigaram a associação entre as práticas de governança corporativa e o índice de internacionalização das 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil. O índice de internacionalização foi medido pela emissão de ADRs e os resultados mostraram que o nível baixo de governança está associado à negociação de ações apenas no mercado de capitais brasileiro, e que níveis altos de governança estão relacionadas com a comercialização de títulos em bolsas de valores nos Estados Unidos.

Platchek, Floriani e Borini (2012) investigaram a relação entre o índice de internacionalização e o desempenho exportador. O índice de internacionalização foi capturado pelo percentual de vendas de exportação sobre o total de vendas, número de países onde a empresa atua, tempo de experiência no mercado internacional e o número de funcionários estrangeiros. Os resultados não confirmaram a influência do índice de internacionalização no desempenho das empresas.

Santos, Vasconcelos e De Luca (2013) estudaram a influência do perfil inovador da empresa no nível de internacionalização. O estudo partiu da premissa que os investimentos em inovação gerariam vantagens competitivas e proporcionam condições mais adequadas à internacionalização. Para mapear o índice de internacionalização nos Formulários de Referência utilizaram (i) a quantidade de unidades instaladas no exterior; (ii) a receita externa; (iii) as ações no exterior; (iv) a participação estrangeira no capital social. Os achados apontaram que o nível de inovação tecnológica foi inversamente proporcional ao índice de

internacionalização, mas algumas empresas, apesar de serem menos internacionalizadas, apresentaram destinações de volumes de investimentos em inovações tecnológicas mais substanciais.

Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) analisaram a influência dos segmentos de governança corporativa na internacionalização em 66 empresas do setor de construção e transportes listadas na BM&FBovespa. Utilizaram como medida de internacionalização o percentual do Capital Social em posse dos investidores estrangeiros. Constataram que o nível de governança corporativa representa um importante sinalizador do índice de internacionalização do capital social das empresas na medida em que confirmou a eficiência da administração.

Platchek e Floriani (2013) verificaram o índice de internacionalização de empresas têxteis do Estado de Santa Catarina. Para medir a internacionalização utilizaram como indicadores o volume de vendas para o exterior, o tempo de experiência internacional dos diretores executivos; a idade da empresa (ano de fundação); o número total de funcionários da empresa; número de países com os quais a empresa mantém negócios (principais mercados); e a quantidade de anos nos quais a empresa atuou no mercado internacional. Os resultados apontaram que as empresas estavam diminuindo seu envolvimento com o mercado internacional em comparação com as décadas anteriores, em função de que, principalmente na última década, o ambiente dos negócios globalizados ofereceu mais ameaças do que oportunidades.

Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) estudaram a relação entre a internacionalização e a governança corporativa das maiores companhias de capital aberto do Brasil. Utilizaram como medidas de internacionalização (i) a participação de acionistas estrangeiros; (ii) a proporção de receitas provenientes do exterior; (iii) a quantidade de países onde a empresa desenvolve suas operações; e (iv) emissão de *ADRs*. Os resultados apontaram que as empresas utilizaram como estratégia para a internacionalização, na ordem de importância: o capital social, a emissão de *ADRs*, as exportações e a instalação em outros países. E ainda, que empresas internacionalizadas e não internacionalizadas apresentaram níveis diferenciados de governança.

A Fundação Dom Cabral estuda o movimento das empresas brasileiras rumo a internacionalização e elabora desde 2006 um *ranking* que mensura a competitividade das empresas brasileiras e como elas absorvem os desafios do mercado internacional. O estudo de 2016 buscou identificar o equilíbrio entre a eficiência global e a adaptação local, a partir da

análise do grau de autonomia e descentralização entre matriz e subsidiárias, com foco em mercados potenciais e a forma de entrada, quais produtos e serviços, a contratação e preparo de executivos e o financiamento da internacionalização, participaram 64 empresas de capital brasileiro que desenvolvem atividades no exterior, que responderam 39 questões sobre o processo decisório, sendo: 10 estratégicas; 20 táticas e 9 operacionais. Os resultados demonstraram que 40% das decisões estratégicas são exclusivamente da matriz, 40% das decisões táticas são tomadas pela subsidiária com consentimento da matriz e 49% das decisões operacionais são exclusividade das subsidiárias.

As pesquisas da Fundação Dom Cabral utilizam a metodologia *UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development* da ONU – Organização das Nações Unidas, que classifica desde 1990 as empresas que se expandem por meio de investimentos diretos no exterior. As diversas dimensões do índice permitem comparações entre empresas de setores distintos e de países de origem diversos, variando de 0 a 1, sendo uma média de três razões: (i) ativos externos divididos pelos ativos totais da firma; (ii) vendas externas divididas pelas vendas totais da firma; e (iii) empregos externos divididos pelos empregos totais gerados pela firma (*UNCTAD*, 1996).

Na Figura 1 resumem-se as medidas de avaliação do desempenho preconizadas pelos estudos sobre Internacionalização, bem como as fórmulas dos indicadores.

Indicadores	Operacionalização	Referência
Vendas no Exterior	Volume de Vendas Exterior / Volume Vendas Totais	Sullivan (1994); Rulgrok & Wagner (2003); Hassel <i>et al</i> (2003); Masullo e Lemme (2009); Honório (2009); Platchek, Floriani & Borini (2012); Santos, Vasconcelos & De Luca (2013); Platchek & Floriani (2013); Santos, Vasconcelos & De Luca (2015); Fundação Dom Cabral (2016)
Intensidade Recursos em Atividades de P&D	Recursos em P&D / Investimentos Totais em P&D	Sullivan (1994)
Marketing e Propaganda	Despesas com Publicidade / Volume Vendas Totais	Sullivan (1994)
Lucros Estrangeiros	Lucros Provenientes Exterior / Lucros Totais	Sullivan (1994)
Ativos no Exterior	Ativos no Exterior / Ativos Totais	Sullivan (1994); Fundação Dom Cabral (2016)
Plantas no Exterior	Número Unidades Exterior / Total de unidades	Sullivan (1994); Santos, Vasconcelos & De Luca (2013)
Experiência Internacional dos Executivos	Média de anos de Experiência dos Executivos no mercado internacional	Sullivan (1994); Platchek, Floriani & Borini (2012); Platchek & Floriani (2013)
Emissão de <i>ADR's</i>	Volume das Ações Negociadas por Níveis / Total de <i>ADR's</i>	Souza, Múrcia & Marcon (2011); Santos, Vasconcelos & De Luca (2015)
Ações no Exterior	Volume Ações Comercializadas Exterior / Volume Total Ações	Hassel <i>et al</i> (2003); Masullo & Lemme (2009); Santos, Vasconcelos & De Luca (2013)
Capital Social Estrangeiro	Participação Investidores Estrangeiros / Total Capital Social	Hassel <i>et al</i> (2003); Santos, Vasconcelos & De Luca (2013); Maia, Vasconcelos & De Luca (2013)
Funcionários Estrangeiros	Número Funcionários Estrangeiros / Total Funcionários	Hassel <i>et al</i> (2003); Platchek, Floriani & Borini (2012); Platchek & Floriani (2013); Fundação Dom Cabral (2016)
Tempo de Internacionalização	Quantidade de Anos em Ações de Internacionalização	Honório (2009); Platchek & Floriani (2013)
Tempo de Fundação da Empresa	Idade da empresa (em anos)	Platchek & Floriani (2013)
Mercados em que Atua	Número de Países em que Atua	Platchek, Floriani & Borini (2012); Platchek e Floriani (2013); Santos, Vasconcelos & De Luca (2015)
Financiamentos no Exterior	Financiamentos no Exterior / Financiamentos Totais	Masullo & Lemme (2009)
Investimentos no Exterior	Investimentos no Exterior / Investimentos Totais	Masullo & Lemme (2009)
Parceiros Internacionais	Número de Parceiros Internacionais	Honório (2009)
Localização Geográfica	Participação em Mercados Internacionais Segregados em Mapas Cognitivos - Zonas Psíquicas	Sullivan (1994)

Figura 1: Medidas de Avaliação da Internacionalização

Fonte: Elaborado pelo autor

Verifica-se que vários estudos utilizaram como medida para determinar o índice de internacionalização o Volume de Vendas no Exterior em relação as Vendas Totais da empresa. Johansson e Vahlne (1990) sinalizaram que nenhuma empresa inicia a implantação de um parque industrial, para produção em um país estrangeiro, sem antes realizar várias exportações para esse país, e estabelecer uma rede relacionamentos através de uma cadeia de atividades regulares por meio de agentes representantes da organização ou de subsidiárias de vendas no país de destino.

Em resumo, as medidas de internacionalização podem ser agrupadas segundo Sullivan (1994) em três grandes atributos. Primeiro, as que estão relacionadas com o desempenho financeiro da firma no exterior. Segundo, em relação à estrutura da organização materializado com recursos aplicados no exterior. Terceiro, em função dos aspectos relacionados as atitudes dos diretores, a orientação da alta administração, dos funcionários e dos parceiros estratégicos, além de elementos culturais que orientam a gestão e que identificam as peculiaridades de cada economia de acordo com a localização geográfica do negócio e das zonas psíquicas mundiais.

Os motivos que direcionam as empresas para o caminho da internacionalização estão relacionados, de um lado às exigências e pressões do mercado interno, no ambiente de localização da empresa, visando controlar as ameaças que colocam em risco a sobrevivência do negócio, e de outro às vantagens competitivas de longo prazo, como a abertura de novos mercados consumidores, atração de potenciais investidores para viabilizar o desenvolvimento das atividades da organização. Tais motivos buscam a inserção das empresas para além das fronteiras do país, potencializando a marca e a imagem da organização na economia globalizada e a busca de troca de conhecimentos entre os países emergentes e as economias desenvolvidas.

2.6 HIPÓTESE DA PESQUISA

Bird, Buchanan e Rogers (2004) expressam que os resultados financeiros da empresa podem estar relacionados a qualidade da atuação do Conselho de Administração. Zahra e Pearce (1990) argumentam que a qualidade da atuação dos conselhos pode ser mensurada a partir de atributos relacionados (1) a estrutura da organização, a divisão do trabalho e a formação de comitês de assessoramento; (2) a composição que trata do tamanho do conselho,

tipos de conselheiros e representação dos acionistas minoritários; (3) as características que informam sobre a experiência, formação acadêmica, independência e o desempenho dos conselheiros; (4) aos processos de tomada de decisões e a formalidade dos procedimentos de monitoramento das relações entre conselheiros e executivos.

Para Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) há efeitos positivos em medidas de desempenho financeiro nas empresas decorrentes da qualidade do Conselho de Administração. Barroso, Villegas e Calero (2011) defendem que as características do Conselho de Administração, representada pela experiência dos conselheiros é decisiva para elevar o índice de internacionalização da organização; e Lien *et al.* (2005) comprovaram que a forma de controle exercida pelos conselheiros apresenta relação positiva com o volume de investimentos em outros países.

Oxelheim e Randoy (2003) argumentam que empresas norueguesas e suecas que possuem conselheiros estrangeiros de países anglo-americanos possuem maiores valores de mercado e apresentam elevados mecanismos de governança, investidores estão dispostos a pagar mais por essas empresas e que para atingir esse nível de excelência são nomeados conselheiros americanos e ingleses. A experiência profissional e a formação dos conselheiros definem políticas estratégicas de internacionalização e os códigos de governança nas organizações (Enache, Parbonetti, & Srivastava, 2015).

Entende-se que o Conselho de Administração apresenta atribuições que propiciam maior credibilidade e responsabilidade à gestão corporativa, maior comprometimento dos agentes envolvidos em adoção de boas práticas de gestão e que o Conselho de Administração se constitui no pilar estrutural da governança corporativa interferindo nas ações estratégicas das corporações. Isto sugere que empresas que possuem Conselhos de Administração constituídos, observando-se determinadas estruturas, composições, características e processos teriam maior potencial para influenciar no índice de internacionalização das empresas. Em face do exposto, tem-se a hipótese de pesquisa de que:

H₁: Quanto maior o índice de Qualidade do Conselho de Administração maior a internacionalização da empresa.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo relacionam-se os aspectos metodológicos para operacionalizar o estudo e que darão suporte à discussão dos resultados. Inicia-se com a apresentação das características que classificam a pesquisa quanto a postura epistemológica do trabalho, os objetivos, a abordagem do problema e procedimentos de delineamento empírico da investigação. Após, são elencados os possíveis relacionamentos entre as variáveis dependentes, independente e de controles. Na sequência, apresenta-se a métrica que será empregada para capturar a Qualidade do Conselho de Administração e as medidas de avaliação do índice de internacionalização da *UNCTAD* que serão utilizadas no modelo estatístico para teste da hipótese.

3.1 DESENHO DA PESQUISA

O estudo investiga empiricamente as relações entre a Qualidade do Conselho de Administração e as medidas do índice de internacionalização sob o ponto de vista da Teoria de Separação da Propriedade e Controle. Quanto aos objetivos, a pesquisa é classificada como descritiva e causal, na medida em que mapeia e avalia as características de empresas brasileiras que negociam suas ações na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) para identificar relações confirmatórias da influência da Qualidade do Conselho de Administração no índice de internacionalização em população finita (Sampieri, Collado & Lúcio, 2006). Nesse sentido, o estudo, *ex-post facto*, está delimitado às empresas que possuem alguma política de internacionalização relacionada à destinação de parte de seus ativos em investimentos no exterior, receitas operacionais derivadas de transações com o mercado externo ou parte de capital humano exercendo atividades em subsidiárias situadas no exterior.

Na Figura 2 são apresentadas as variáveis que compõem o estudo, além do modelo conceitual e operacional para o teste da hipótese da pesquisa.

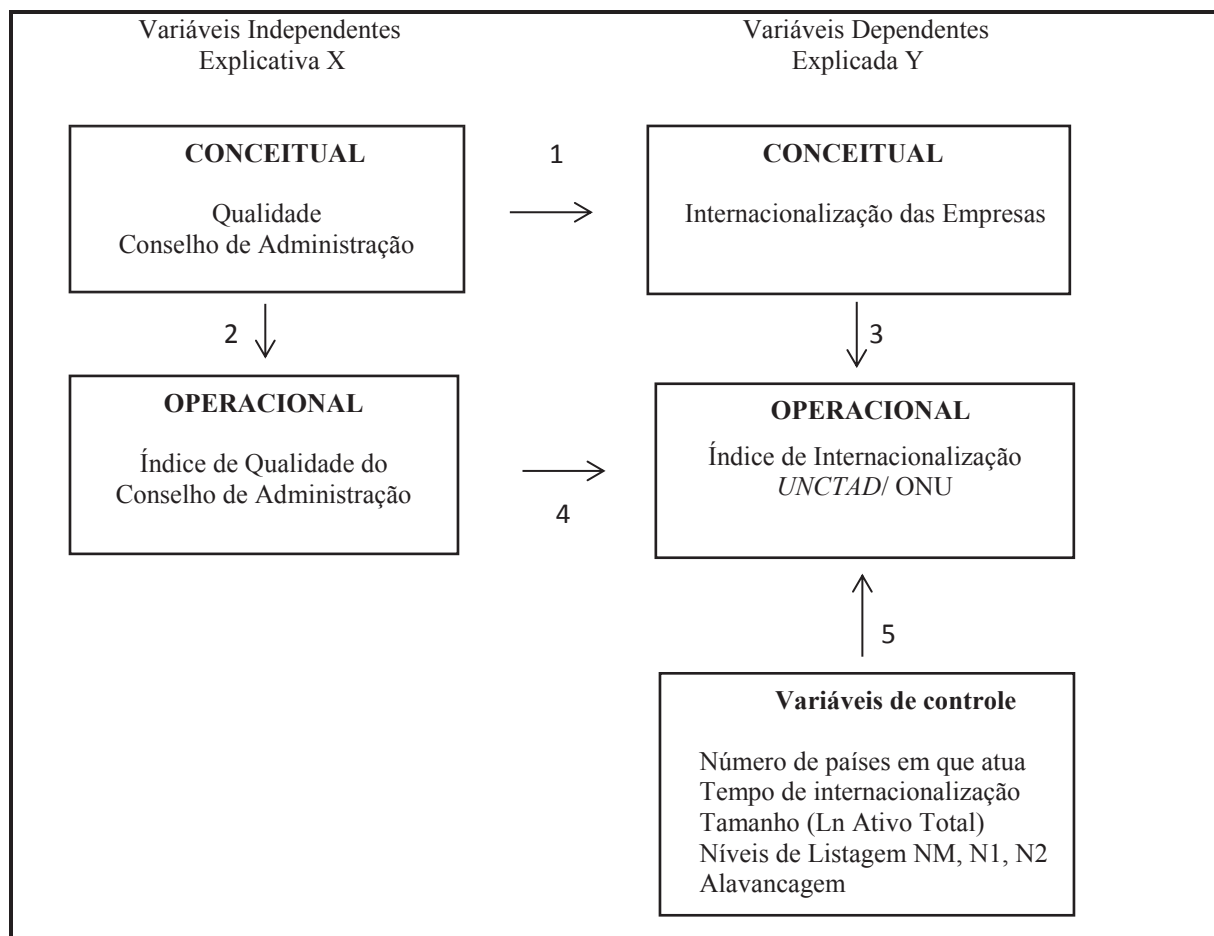


Figura 2: Possíveis Relacionamentos Entre as Variáveis Investigadas no Estudo

Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002)

O link 1 representa a ligação conceitual entre os constructos representados pelas variáveis independentes (Qualidade do Conselho de Administração) e a variável dependente (Internacionalização da empresa), o link 2 define a operacionalização da variável independente, com a elaboração da métrica para mapear a qualidade do conselho de administração, o link 3 representa a operacionalização da variável dependente que mensura o índice de internacionalização das empresas através das medidas que indicam a proporção de ativos no exterior, receitas provenientes do exterior e funcionários no exterior. O link 4 apresenta as relações operacionais entre a qualidade do conselho de administração (Índice QCA) e as medidas de internacionalização (Índice *UNCTAD*) e o link 5 demonstra a interferência das variáveis de controle regressoras (número de países em que atua, tempo de internacionalização, Tamanho da empresa e Níveis de Governança) nas variáveis dependentes.

3.2 ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

As métricas representam um conjunto de informações agrupadas, a partir de indicadores previamente definidos que proporcionam medir o desempenho de determinado objeto. Segundo Carmines e Zeller (1988) medir é o processo de vincular conceitos abstratos a indicadores empíricos, a partir da definição de um plano para mapear, classificar e quantificar os dados disponíveis em relação aos resultados que a pesquisa pretende atingir. Para Babbie (2005) a métrica é um resultado básico mensurável na forma de itens, as categorias ou dimensões da métrica são representações, na forma de um agrupamento, de itens que foram selecionados para medir o que se pretende determinar. A relação entre as categorias e os itens refere-se a que medir, como medir e onde medir.

A literatura aponta diversos atributos que fundamentam a atuação e o papel do Conselho de Administração e dos Conselheiros que podem impactar na continuidade das empresas. Zahra e Pearce (1989) definem como atributos que afetam a performance do Conselho de Administração: (i) estrutura; (ii) composição; (iii) características e (iv) processos. O índice proposto para mapear a qualidade do Conselho de Administração privilegiará todos os atributos sugeridos por Zahra e Pearce (1989) e são dispostos em forma de quatro categorias, conforme apresentado na Figura 3.

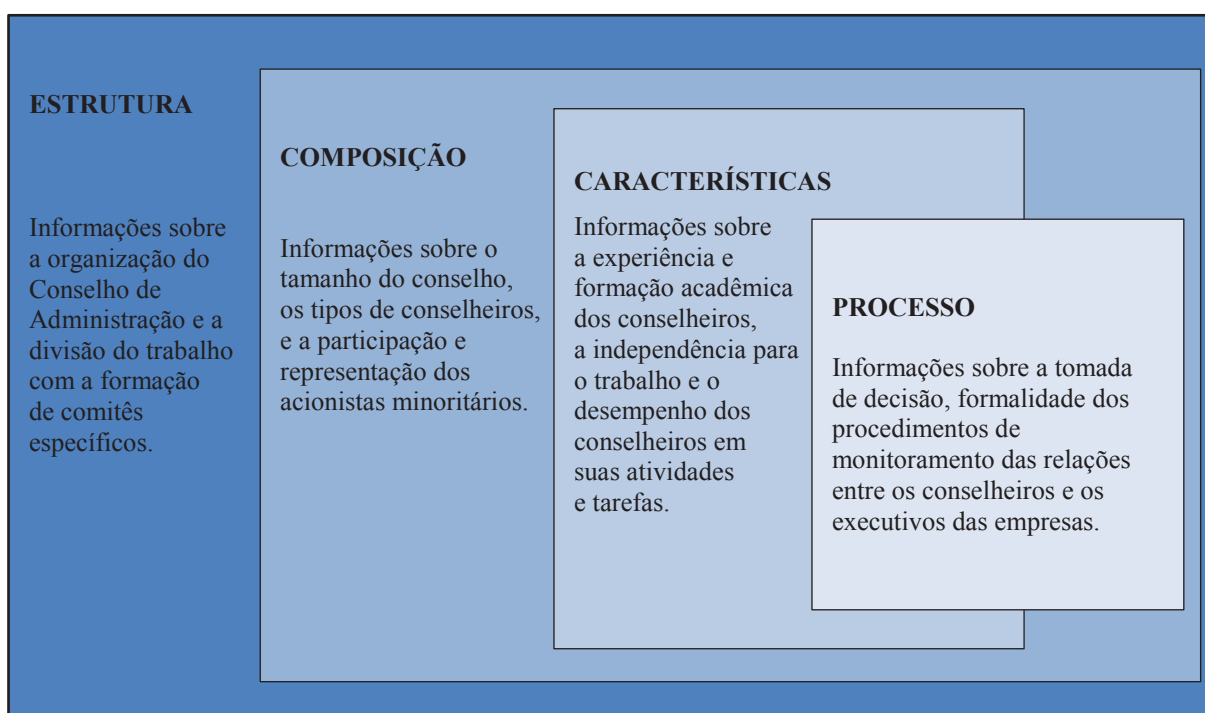


Figura 3 – Categorias que Compõem o Índice Qualidade do Conselho de Administração

Fonte: Elaborado pelo autor

A categoria Estrutura envolve aspectos relacionados aos comitês e suas competências que dão suporte ao Conselho de Administração e que abrangem os diversos aspectos relacionados ao fluxo da informação entre os comitês e os conselheiros, diretores, empregados, acionistas e o ambiente institucional que possui vínculos com a empresa. A categoria também analisa como se apresenta a figura do presidente do Conselho na Estrutura do Conselho de Administração, em função de que o IBGC define restrições a Presidente da empresa e Presidente do Conselho serem a mesma pessoa ou Presidente da empresa que, ao término do mandato, passa a figurar no Conselho de Administração da empresa.

A categoria Composição evidencia o tamanho do conselho, quantidade de membros e o tipo dos conselheiros internos, externos ou independentes, além de aspectos relacionados a participação e representação dos acionistas minoritários. A categoria Característica ressalta a experiência e formação acadêmica dos conselheiros, a independência para o trabalho e o desempenho dos conselheiros em suas atividades e tarefas. A experiência é refletida por meio da idade, formação acadêmica, valores pessoais e estilo de trabalho que refletem a disposição para contribuir, demonstrando interesse pela empresa e defesa dos acionistas e *stakeholders*. A categoria Processo trata das atividades de tomada de decisões, realização das reuniões e aspectos relacionados à frequência e duração, a formalidade dos procedimentos, o monitoramento das relações entre os conselheiros e os executivos das empresas, o consenso entre as partes envolvidos, a resolução de conflitos de interesse e as avaliações dos conselhos, seus comitês e conselheiros.

Espera-se que o índice de internacionalização de uma empresa seja influenciado positivamente pela qualidade do Conselho de Administração, dessa forma, as quatro categorias que compõem a métrica estão fundamentalmente inspiradas nas recomendações do Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC em sua edição de 2015 que, procuram agrupar, por natureza de interesse, os assuntos que são abordados, servindo com uma forma de direcionar a busca pelos objetivos da pesquisa. Os itens que compreendem a métrica proposta, distribuídos em suas respectivas categorias são apresentados na Figura 4.

Itens	Descrições	Fonte
ESTRUTURA DO CONSELHO		
1	CEO e presidente do Conselho são pessoas diferentes	item 2.10
2	CEO não participa do Conselho de Administração	item 2.10
3	Conselheiros independentes representam 50% ou mais do Conselho de Administração	item 2.16
4	O Controlador Acionário elege o Presidente do Conselho de Administração	item 5.2
5	Renovação dos mandatos dos Conselheiros ocorre a cada 2 anos	item 2.7
6	Eleição de todos os membros do Conselho de Administração ocorre na mesma Assembleia	item 2.7
7	Conselheiros independentes não possuem vínculo empregatício algum com a companhia	item 2.16
8	O Conselho Fiscal está instalado em caráter permanente	item 2.34
9	Comitê de Gestão de Riscos Corporativos está estruturado e em funcionamento	item 2.3.1
10	Comitê de Divulgação de Fatos Relevantes está estruturado e em funcionamento	item 3.3
11	Estão bem definidas as atribuições dos Conselheiros Independentes	item 2.16
12	Comitê de <i>Compliance</i> está estruturado e em funcionamento	item 3.3
COMPOSIÇÃO DO CONSELHO		
13	Conselho de Administração possui entre 5 e 11 membros	item 2.14
14	Comitê de Remuneração é composto por Conselheiros Independentes	item 2.24
15	Comitê de Auditoria é composto por Conselheiros Independentes	item 2.28
16	Existem membros estrangeiros no Conselho de Administração	item 2.4
17	Não existem conselheiros internos empregados da empresa	item 2.15
18	Não há a figura de Conselheiros Suplentes	item 2.13
19	Presidente do Conselho de Administração não possui sobrecarga (máximo 2 empresas)	item 2.8.1
20	Membros do Conselho de Administração não possuem sobrecarga (máximo 5 empresas)	item 2.8.1
CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO		
21	A maior parte dos conselheiros possuem especialização Lato Sensu	item 2.5
22	A maior parte dos conselheiros possuem especialização Stricto Sensu	item 2.5
23	Pelo menos um conselheiro possui experiência profissional em finanças e contabilidade	item 2.4
24	Há um especialista no setor do negócio que pertence ao Conselho	item 2.4
25	Há Conselheiros com comprovado conhecimento e experiência no mercado internacional	item 2.4
26	Conselheiros já foram CEOs de outras empresas	item 2.10
27	O Comitê de Auditoria possui pelo menos um membro da área contábil	item 2.30
28	Há programa de treinamento de membros do Conselho de Administração	item 2.2
PROCESSO DO CONSELHO		
29	O Conselho de Administração segue Código de conduta segundo os valores da empresa	item 6.3
30	Existem mecanismos interno/externo de avaliação dos conselheiros	item 2.18
31	Existem canais de atendimento aos minoritários para inclusão de propostas na Assembleia	item 2.32
32	Há mecanismos para identificação de conflitos de interesse entre os conselheiros	item 6.2
33	Há mecanismos para avaliação de projetos com impactos socioambientais	item 2.3.2
34	Há alinhamento interno dos pronunciamentos públicos para divulgação aos investidores	item 2.3.3
35	Há avaliação dos conselheiros com base no envolvimento ou participação nas reuniões	item 2.18
36	Existe Ouvidoria ou Canais de Denúncia	item 2.32
37	As reuniões do Conselho de Administração são presenciais	item 2.38
38	As Assembleias Gerais Ordinárias são transmitidas por teleconferências	item 1.4.2
39	O Conselho de Administração avalia o CEO	item 3.8
40	Conselheiros são avaliados anualmente por especialistas externos independentes	item 2.18

Figura 4 – Métrica para o Índice de Qualidade do Conselho de Administração

Fonte: elaborado pelo autor com base no IBGC (2015)

Para codificação do Índice de Qualidade do Conselho de Administração foram atribuídos 2 (dois) pontos se a afirmativa proposta na métrica for “SIM”; 1 (um) ponto se a afirmativa for “NÃO”; e 0 (zero) quando a empresa NÃO DECLARAR as informações propostas para cada um dos itens do índice.

Em função desses critérios para codificação, as empresas receberão uma pontuação individual absoluta que pode variar entre 0 e 80 pontos (40 itens da métrica vezes a pontuação máxima dois pontos). Para o cálculo do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) será dividida a pontuação absoluta de cada empresa, pela pontuação absoluta máxima da métrica e resultará o em um índice que varia em uma escala de 0 a 1. Valores mais próximos de 1 representam melhor Qualidade do Conselho de Administração.

Segundo Babbie (2005) medir variáveis é revestido de complexidade em função da subjetividade. Neste trabalho a subjetividade dos itens da métrica foi minimizada pois não se buscaram informações subliminares para constatar o indicador de qualidade do conselho. Os itens são dicotômicos e sua verificação não depende do contexto em que a empresa está inserida, mas do propósito de especificações técnicas da estrutura e da composição do conselho de administração, de suas características e do processo de tomada de decisões nas empresas.

3.3 VALIDAÇÃO DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Em função do Índice de Qualidade do Conselho de Administração ser composto basicamente a partir de recomendações do IBGC, não se utilizou mecanismo para validação externa, uma vez que este procedimento é recomendável quando há subjetividade na coleta e análise de dados.

Para verificar a confiabilidade interna do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) foi realizado o teste de Alfa de *Cronbach*, *ex-post facto* a coleta de dados. Conforme Cooper e Schindler (2003) a consistência interna de um instrumento mensurado pelo Alfa de *Cronbach* varia entre 0 e 1 representando a média de todos os coeficientes de correlação entre o *score* de cada item da medida e o *score* total dos demais itens. Quando o índice for maior que 0,7 pode-se dizer que há confiabilidade interna nas

medidas. Em alguns cenários de investigação, como nas ciências sociais, um alfa de 0,6 é considerado aceitável. Abaixo desse valor, a confiabilidade do instrumento não é admitida.

3.4 ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO

O estudo utiliza o índice de internacionalização elaborado pela *UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development* que, desde 1964, é um órgão permanente da Organização das Nações Unidas responsável por promover a integração entre os países em desenvolvimento. Este órgão da ONU tem como principal objetivo maximizar as oportunidades de comércio, investimento e progresso dos países em desenvolvimento, contribuindo no enfrentamento dos desafios decorrentes da globalização e promovendo a integração da economia mundial em condições de igualdade.

A *UNCTAD* trabalha em conjunto com os governos e interage com outras organizações internacionais, bem como com instituições governamentais, organizações não governamentais e do setor privado, incluindo associações comerciais, institutos de pesquisa e universidades de todo o mundo. O principal objetivo é mapear as oportunidades de comércio, investimento e progresso dos países em desenvolvimento. No que diz respeito ao comércio internacional a *UNCTAD* desenvolve trabalhos: (i) colaborando com países em desenvolvimento para que estes possam aproveitar os efeitos positivos da globalização; (ii) fomentando a diversificação nos países em desenvolvimento, contribuindo no enfrentamento dos riscos comerciais; (iii) promovendo a integração do comércio, meio ambiente e desenvolvimento sustentável; (iv) analisando questões do direito e orientando na formulação de políticas (MDIC 2015).

A metodologia *UNCTAD* é empregada desde 1990 para verificar o grau de expansão de investimentos das empresas no exterior. O índice de internacionalização resulta da média simples de indicadores observados em três dimensões: (i) investimentos diretos, observado a partir da análise dos ativos da empresa no exterior; (ii) mercado consumidor, capturado a partir do volume de receitas no exterior; (iii) capital humano, resultante da proporção de funcionários no exterior, conforme apresentado na Figura 5.

$\frac{\text{Ativos no exterior}}{\text{Ativos totais}}$	+	$\frac{\text{Receitas no exterior}}{\text{Receitas totais}}$	+	$\frac{\text{Funcionários no exterior}}{\text{Funcionários totais}}$
3				

Figura 5 – Índice de Internacionalização UNCTAD

Fonte: UNCTAD / Organização das Nações Unidas 1990

O índice *UNCTAD* emprega dimensões que permitem comparações entre empresas de setores distintos e de países de diversas origens, variando de 0 a 1. Valores mais próximo de 1 (um) representam melhores índices de internacionalização, decorrente da média simples de: (i) ativos externos divididos pelos ativos totais da firma; (ii) vendas externas divididas pelas vendas totais da firma; e (iii) empregos externos divididos pelos empregos totais gerados pela firma.

O índice é adequado para realizar comparações entre empresas de setores diferentes, tendo em vista que cada setor possui peculiaridades em relação à conquista do mercado e a permanência no exterior. Neste caso, empresas de serviço tendem a ter mais funcionários no exterior do que indústrias que podem alcançar maiores volumes de receita com quantidade menor de funcionários. Assim, a utilização de três indicadores, é justificada por promover o equilíbrio das diversificadas formas de internacionalização e valoriza as atuações globais de empresas de todos os setores, o que viabiliza uma análise multisetorial (Fundação Dom Cabral, 2015).

3.5 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle são utilizadas para avaliar de forma mais eficiente, as relações entre as variáveis independentes e dependentes, aumentando a potência explicativa da regressão linear. Tratam-se de variáveis para amenizar, anular ou neutralizar qualquer efeito colateral que possa vir a, aumentar a estimativa de erro e distorcer os resultados obtidos. Na Figura 6 apresentam-se as variáveis de controle que serão empregadas como regressoras do modelo estatístico.

Variável	Código	Classificação	Definição Operacional	Mensuração	Relação Esperada
Índice Internacionalização	INTER	Dependente	Grau de relacionamento da empresa no exterior	Índice <i>UNCTAD</i>	
Qualidade Conselho Administração	IQCA	Independente	Melhores práticas do Conselho Administração	Métrica IQCA	+
Países onde atua	PAIS	Controle	Países onde a empresa realiza seus negócios	Número de países	+
Tempo Internacionalização	TEMP	Controle	Experiência da empresa atuando no exterior	Tempo em Número de meses	+
Tamanho	TAM	Controle	Porte da empresa	Ln Ativo Total	+
Níveis Governança	GOV	Controle	Classificação da B ³ (Brasil, Bolsa, Balcão)	Níveis NM, N1, N2	+
Alavancagem	ALAV	Controle	Captação de recursos em relação aos investimentos	Razão entre Capital Terceiros e Ativo Total	+

Figura 6 – Resumo das Variáveis da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

As motivações que levaram a escolha das variáveis de controle são apresentadas em termos de países em que as empresas atuam; tempo de internacionalização; tamanho da empresa, níveis de governança da B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) e alavancagem.

(I) Número de países em que a empresa atua (PAÍS)

Johanson e Vahlne (1977) partem do princípio de que a falta de informações e as experiências relacionadas ao mercado externo trazem incertezas ao potencial exportador, levando a uma posição conservadora quanto ao processo de internacionalização desejado, o fator de risco está diretamente ligado à experiência da empresa em processos de internacionalização nos países onde a empresa atua. A lógica é que o maior número de países em que as empresas atuam, propicia mais conhecimento do mercado e do comportamento cultural da sociedade do país de destino. As empresas escolhem exportar para países dos quais já detêm algum conhecimento e que apresentam menor distância psíquica em relação ao país de origem (Sullivan, 1994).

No início da internacionalização, os negócios são realizados com países próximos, com a experiência adquirida nas atividades internacionais, negociações que dispendem maiores volumes de recursos são realizadas, mesmo em mercados distantes, o que define uma rede de relações com mais países.

A internacionalização pode ser compreendida como um conjunto de relações formadas por atores, com maior ou menor inserção internacional que depende do número de ligações que a empresa desenvolve com outros países (Johanson & Vahlne, 1990). Dessa forma, o processo de internacionalização está relacionado, não apenas com as capacidades da empresa no mercado interno, mas também da sua posição no mundo globalizado, ou seja, do seu envolvimento com parceiros que atuam em mercados em países diversos. Em estudo recente Johanson e Vahlne (2009) defendeu que empresas internacionalizadas são influenciadas pelas oportunidades que se apresentam em função de sua rede de relacionamentos internacionais, o número de países com os quais a empresa mantém negócios está positivamente relacionado com as possibilidades de internacionalização.

Louter, Ouwerkerk e Bakker (1991) defenderam que existem variáveis, relacionadas aos países de destino, para os quais a empresa direciona seus esforços exportadores, que explicam o sucesso das empresas nas operações que levam a internacionalização, o próprio número de países com os quais a empresa desenvolve, suas redes de relacionamento, os aspectos culturais e as estratégias de entrada nos mercados desses países. A empresa vai acumulando experiências em cada país que atua ganhando em profundidade, e como consequência conquistando mercados em novos países. Assim, a tendência de ir ocupando maior número de países torna as operações gradualmente mais eficientes na direção da internacionalização (Carneiro, 2007).

Ietto-Gillies (2013) estudou o processo de internacionalização sob o ponto de vista da análise da dispersão geográfica das atividades da empresa. A variável número de países onde a empresa atua é importante pois possibilitou determinar o nível de concentração das atividades da empresa em países específicos, em função dos esforços direcionados àquela região. Defende também que o número de países onde a empresa atua está relacionado a valorização do nome e a imagem da empresa na economia globalizada, gerando vantagens competitivas. Empresas que já são internacionalizadas tendem a encontrar facilidades para conquistar fatias em novos mercados consumidores em outros países (Andrade & Galino, 2013).

(II) Tempo de internacionalização da empresa (TEMPO)

Conforme Thomas (2006) o fator tempo possibilita entender o impacto na internacionalização no desempenho econômico e financeiro, em função das empresas

ganharem experiência e conhecimento e como consequência, fomentar o aumento da rede de relacionamentos externos no mercado internacional. Assim, o tempo de internacionalização das empresas está relacionado ao número de anos que as organizações atuam em outros países, sendo um importante marco para determinar a experiência que desenvolveram ao longo do tempo, trata-se de um diferencial que as companhias apresentam quando se lançam em novos mercados internacionais.

Forte, Moreira e Moura (2007) argumentam que as empresas que apresentam níveis mais elevados de internacionalização, em decorrência das estratégias complexas utilizam-se experiência passadas, em ações com agentes internacionais da sua rede de relacionamentos. Para Honório (2009) o índice de internacionalização está diretamente relacionado à experiência internacional da empresa, o período de tempo no qual a organização mantém negócios no exterior e pode influenciar as decisões da firma relativas ao comprometimento de recursos, sendo que, em estágios mais avançados da internacionalização a empresa desfruta de relacionamentos diretos com muitos agentes internacionais em função da experiência e da rede de relacionamentos que desenvolveu ao longo dos anos.

Cazurra (2012) argumenta que as empresas que fazem parte das economias em desenvolvimento estão operando a menos tempo no mercado internacional, esse fato ocorre em função de que os países em desenvolvimento se lançaram no processo de internacionalização mais tarde, quando comparados aos países já considerados desenvolvidos. Por outro lado, a internacionalização das empresas dos países desenvolvidos já ocorre há mais tempo, sendo esta uma vantagem competitiva na análise das medidas de internacionalização. Moura e De Luca (2013) observaram que o baixo índice de internacionalização das companhias brasileiras está diretamente relacionado com a tardia internacionalização da economia brasileira, em decorrência da abertura de mercado, com a queda das barreiras à exportação, ter se intensificado apenas a partir do início da década de 1990.

Johanson e Vahlne (1977) destacam que uma das teorias mais importantes sobre a internacionalização determina que a experiência da firma, medida a partir da quantidade de anos em que a empresa mantém negócios no exterior, influencia o desempenho no mercado internacional, na medida que a experiência vai sendo adquirida com as atividades internacionais, os negócios internacionais se distribuem, e essa ampliação atinge até mesmo os mercados mais distantes. Uma firma que desenvolveu a experiência internacional durante anos, está alicerçada em repertórios amplos, potencializando a estruturação de relacionamentos mais profundos e de longo prazo, que viabilizam o comprometimento de

recursos mais pesados, na forma de investimentos, com a finalidade de posicionar a empresa internacionalizada no mercado global (Johanson & Mattsson, 1988).

(III) - Tamanho da empresa (TAMANHO)

Calof (1994) estudou empresas canadenses de diversos tamanhos, constatando que as empresas maiores possuem uma tendência mais elevada a se internacionalizarem, em função do volume de transações que realizam no mercado interno e com outros países, além da experiência que adquirem ao longo do tempo. Empresas maiores detêm os recursos necessários para conquistar espaços mais abrangentes nas atividades internacionais, que podem levar a obtenção de desempenho satisfatório no mercado estrangeiro (Bloodgood, Sapienza & Almeida, 1996).

Para Gripsrud (1990) firmas maiores possuem mais recursos disponíveis e maiores possibilidades de entrar em mercados internacionais mais distantes que exigem esforços adicionais. Assim, podem dispender de um aparato amplo para comprometer recursos pesados para fins de se posicionarem em outros países, estabelecendo relacionamentos profundos com um número cada vez maior de parceiros internacionais (Johanson & Mattsson, 1988).

Reid (1981) relata que outro fator muito influente sobre a internacionalização de empresas é o tamanho dos negócios da empresa, relação onde empresas maiores experimentam menores restrições à exportação, tendo em vista a maior disponibilidade de recursos financeiros e humanos. Características da empresa como tamanho, são fatores que determinam o sucesso de pequenas e grandes empresas que possuem diferentes índices de internacionalização, o que determina que o porte da empresa é importante variável de controle (Cavusgil & Kirpalani, 1993).

Honório (2009) expressa que firmas de maior porte quando comparadas às de menor porte são mais capazes de se adaptar aos sinais associados a inserção no mercado internacional e de se posicionarem de modo mais positivo em relação a eles, confirmando que as complexas estratégias de internacionalização são influenciadas fortemente pelo tamanho da firma. Para Moura e De Luca (2013) há uma intensa associação que relaciona o índice de internacionalização e o tamanho da empresa, sendo possível determinar que existe uma relação que determina que empresas de grande porte apresentam índices de internacionalização mais elevados em relação às pequenas empresas.

(IV) - Níveis de Governança (Segmentos diferenciados NM, N1, N2)

Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) investigaram de que forma a governança corporativa pode influenciar o índice de internacionalização de empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados demonstraram que o percentual de capital estrangeiro, *proxy* para o índice de internacionalização, das companhias pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa, listadas nos segmentos de listagem NM, N1 e N2 da BM&FBovespa, são maiores que às médias das empresas não pertencentes aos segmentos diferenciados, confirmando que a análise dos segmentos de listagem diferenciados, se apresenta como importante variável na relação com a internacionalização

Para realizar a emissão de ações no mercado norte americano as empresas brasileiras adotaram uma série de regras para se adequar as exigências das Bolsas de Valores daquele país. Normatizando o mercado a B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) no ano de 2000, criou os segmentos de listagem diferenciados, sendo: NM (Novo Mercado) como um segmento especial de listagem de ações das companhias que se comprometem voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa, e representando uma indispensável adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: N1 (Nível 1) e N2 (Nível 2), para classificar as empresas que seguem as melhores práticas de governança corporativa.

O segmento Novo Mercado exige os mais altos níveis de governança corporativa, entre as principais regras deste segmento estão: Empresas só podem emitir ações ordinárias com direito a voto, em caso de venda do controle, os acionistas minoritários têm o direito de vender suas ações pelo preço ofertado, em caso de fechamento do capital a empresa deve recomprar todas as ações por um valor no mínimo igual ao de mercado o Conselho de administração deve ser composto por no mínimo 5 membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e a divulgação de relatórios financeiros mais completos, incluindo as negociações de ações da companhia feitas pelos diretores, executivos e controladores. O segmento Nível 2 de governança corporativa é muito parecido ao Novo Mercado, no entanto a tem a principal diferença de que a empresa pode ofertar ações preferenciais (PN), porém que tenham poder de voto em situações críticas como fusões e aquisições. O segmento Nível 1 por sua vez, já tem bem menos exigências, sendo que os únicos requisitos são apresentar algumas informações adicionais as exigidas pela lei e garantir o mínimo de 25% das ações em circulação no mercado.

Souza, Murcia e Marcon (2011) analisaram companhias listadas na BM&FBovespa e identificaram a relação positiva existente entre o percentual de capital social estrangeiro *proxy* para internacionalização, e sua associação com o alto índice de governança, capturada através da listagem das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa (NM, N1 e N2) da BM&FBovespa, nos exercícios de 2009 e 2010.

La Porta, Silanesb, Shleifera e Vishnyc, (2000) enfatizam que países onde está evidenciada a maior qualidade da governança corporativa, atraem mais investimentos em razão da proteção legal que oferecem, fomentando o desenvolvimento do mercado financeiro. Correia, Amaral e Louvet, (2011) expõe que a literatura sinaliza que a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce importante papel no processo de internacionalização de empresas, maiores índices de internacionalização exigem maiores índices de qualidade de governança corporativa. Para Domingues e Muritiba (2016) as empresas com maiores índices de governança corporativa se apresentam mais proativas com relação à possibilidade de internacionalização das atividades. Há também evidências de que países que apresentam uma boa estrutura de governança, facilitam a entrada de investimentos estrangeiros e que as empresas sediadas nesses países são mais propensas a se internacionalizarem por meio de investimentos em mercados internacionais (Globerman & Shapiro, 2002).

(V) - Alavancagem (ALAV)

A alavancagem (ALAV) constitui uma razão, onde o numerador é formado pela soma do exigível de curto e longo prazos ou o total do capital de terceiros, e apresenta em seu denominador o valor contábil do ativo total. A alavancagem é comumente utilizada como variável explicativa em estudos de governança corporativa. Estudos realizados por Black, Jang e Kim (2006), sugerem que organizações com alta alavancagem podem ser pressionadas pelos acionistas e sócios investidores a conquistar níveis de excelência em Governança.

Para Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) existe uma relação positiva entre alavancagem e nível de Governança Corporativa. O montante das dívidas da empresa, indica maior alavancagem e acarreta dificuldades elevadas em obtenção de crédito, uma relação negativa evidencia que em empresas com maiores dívidas proporcionais em sua estrutura de capital tendem a ter menores níveis de investimento interno e externo (Lang, Ofek & Stulz 1996).

Aivazian, Ge e Qiu (2005) estudaram a relação entre alavancagem e investimento interno e externo nas empresas. A relevância dessa relação se dá em função de que uma relação positiva entre alavancagem e investimento sugere que as empresas com maiores investimentos internos e externos, também são as que utilizam de capitais de terceiros em maior proporção, e dessa forma se beneficiam com os efeitos benéficos da utilização otimizada da ferramenta da alavancagem financeira.

Assaf Neto (2009) argumenta que a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas é pertinente em função do efeito da alavancagem financeira que capta de um lado recursos de terceiros a um custo pré-determinado, e aplica na outra ponta, nos ativos a uma taxa de retorno esperada maior, apesar de com essa decisão elevar também seu risco, em função do compromisso que assume com credores e investidores. A empresa através das dívidas vislumbra a possibilidade de aumentar a remuneração do capital de seus sócios e acionistas, e dessa forma elevando também o valor de mercado da empresa,

Myers (2001), afirma que um alto grau de alavancagem pode levar a empresa a abandonar projetos de longo prazo em função da incerteza gerada pelas pressões financeiras das dívidas com terceiros. O autor argumenta ainda que várias razões tornam o uso das dívidas relevante para a manutenção da entidade, entre eles estão os impostos, a assimetria das informações e os custos de agência decorrentes da imperfeição e da complexidade dos contratos, e esses elementos são o alicerce das principais teorias que tratam da estrutura de capital, que tentam equalizar a combinação entre as fontes de recursos limitadas para financiar investimentos em constante expansão.

Stulz (1990) argumenta que a relação negativa entre alavancagem e investimentos internos e externos, pode representar um benefício para os acionistas, em função de que as dívidas limitam o poder de escolha dos administradores sobre o uso dos recursos da organização.

Kahle e Stulz (2013) destacam os comportamentos diversos nas políticas de financiamento para empresas que captam recursos no sistema bancário, empresas alavancadas e não alavancadas em um momento onde a economia vive um período de crise financeira. Os resultados demonstraram que em períodos de crise, empresas com maior nível de alavancagem tiveram significativa redução nos investimentos quando comparados proporcionalmente com as empresas que não são alavancadas.

3.6 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população é composta por todas as empresas listadas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) que apresentarem algum índice de internacionalização, incluindo instituições financeiras e fundos de pensão. A coleta de dados ocorreu por meio do banco de dados da Bloomberg para os dados financeiros e dos Formulários de Referências disponibilizados no website da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para os itens relacionados a qualidade do Conselho de Administração.

O Formulário de Referência é um documento eletrônico, obrigatório desde 2010, com encaminhamento periódico previsto no artigo 24 da Instrução CVM nº 480/09, com a obrigatoriedade de ser atualizado anualmente, no prazo de até cinco meses da data de encerramento do exercício social, preferencialmente após a realização da Assembleia Geral Ordinária. Assim foi possível obter informações sobre eventuais eleições e remuneração de conselheiros (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº02/2016).

Para a determinação da amostra foi realizado o cálculo do tamanho mínimo, levando-se em consideração uma população finita:

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right] (N)}{(N - 1) e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right]} \quad (1)$$

Em que,

Z = abscissa da distribuição normal padrão (tabelado 1,96), para um nível de 95% de confiança;

(x/n) proporção populacional;

N = tamanho da população considerada (442 empresas);

e = erro tolerável da ordem de 10%; e

n = valor a ser calculado, tamanho mínimo da amostra aleatória simples.

Procedendo-se aos cálculos e admitindo-se estimar a verdadeira percentagem populacional a 5% de significância, usando-se margem de erro de 10%, obteve-se a amostra

mínima a ser estudada. Foram consideradas apenas as empresas com registro ativo na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) para o período compreendido entre 2012 e 2016.

Em novembro de 2017, o banco de dados da B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) reunia 615 empresas brasileiras com ações negociadas, sendo que destas, 442 estavam ativas e que representam, portanto, a população da pesquisa. A partir do cálculo da amostra mínima para populações finitas chegou-se ao número de 79 empresas. Na Tabela 1 resumem-se os critérios adotados para a definição da população e amostra final da pesquisa.

Tabela 1:

Processo de seleção da amostra

Critério	Empresas
Empresas com registro na B3 entre 2012 e 2016	615
(-) Empresas sem registro ativo entre 2012 e 2016	-173
População considerada	442
(-) Empresas que não possuem qualquer nível de internacionalização no período	-337
Empresas que possuem internacionalização no período (pelo menos um ano)	105
Empresas que não eram internacionalizadas no período 2012 até 2016	-20
Amostra Final	85

Fonte: Dados da pesquisa

Analisou-se todas as 442 empresas ativas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) em 2016 e encontrou-se 105 empresas que apresentavam algum índice de internacionalização no período de 2012 a 2016, na sequência descartou-se 20 empresas que não apresentavam os dados para a maioria dos anos do período pesquisado, fechando a amostra final do estudo em 85 empresas, que no período pesquisado de cinco anos, constituíram um painel balanceado com 425 observações.

Com relação a distribuição das empresas por setor econômico, optou-se por seguir a classificação disponibilizada pela B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) que divide as empresas em dez setores, sendo: (1) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (2) Materiais Básicos; (3) Bens Industriais; (4) Consumo não Cíclico; (5) Consumo Cíclico; (6) Saúde; (7) Tecnologia da Informação; (8) Telecomunicações; (9) Utilidade Pública e o setor (10) Financeiro e Outros. A classificação também apresenta subsetores e o segmento de negócio da empresa. Na Tabela 2 apresentam-se os setores econômicos contemplados pelo estudo, com a participação percentual, o nome das empresas que pertencem a cada setor e o número de ordem (código) que identifica a empresa nos gráficos e tabelas da pesquisa.

Tabela 2:

Empresas por Setor Econômico

Setor de Bens Industriais (27,06 %)		Códigos	Setor Consumo Cíclico (20,00 %)	Códigos
Contax	21		Alpargatas	2
Embraer	24		Arezzo	5
Eternit	25		Cambuci	14
Forjas Taurus	29		Cia Coteminas	17
Fras-Le	30		Cia Santanense	18
Gol	32		Hoteis Othon	33
Indústrias Romi	34		IMC	35
Invepar	36		Iochpe-Maxion	37
JSL	40		Karsten	41
Kepler	42		Kroton	44
Log-in	45		Mahle - Metal Leve	48
Marcopolo	49		Mundial	55
Metalfrio	51		Time For Fun	71
Metisa	52		Teka	74
Mills	53		Unicasa	79
Portobello	61		Vulcabrás	83
Randon	65		Whirlpool	85
Schulz	67		Setor de Consumo não Cíclico (12,94 %)	
Sondotécnica	69		Ambev	4
Tegma	73		BomBril	10
Tupy	77		BRF	12
Valid	82		Consevas Oderich	20
Weg	84		JBS	39
Setor Financeiro (7,06 %)			Marfrig	50
B3	6		Minerva	54
Bco Brasil	7		Natura	56
Bco BTGP	9		São Martinho	66
Cielo	19		SLC Agrícola	68
Itaú Unibanco	38		Terra Santa	75
Tarpon	72			
Setor de Materiais Básicos (17,65 %)			Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis (4,71 %)	
Braskem	11		Lupatech	46
Cia Ferbasa	15		Petro Rio	62
Cia Sid Nacional	16		Petrobrás	63
Duratex	22		Ultrapar	78
Elekeiroz	23			
Eucatex	26		Outros Setores (10, 59 %)	
Fibam	27		Algar Telec	1
Fibria	28		Alupar	3
Gerdau	31		Baumer	8
Klabin	43		BRQ	13
Magnesita	47		Nortec	57
Paranapanema	60		Oi	58
Suzano	70		Ourofino	59
Usiminas	80		Positivo	64
Vale	81		Totvs	76

Fonte: Dados da pesquisa

Rivas, Hamori e Mayo (2009) argumentam que apesar da crescente importância do Conselho de Administração, aliado a crescente internacionalização das empresas, são escassos os estudos que relacionam o Conselho de Administração e a internacionalização. A contribuição teórica do estudo está em demonstrar a relação entre Qualidade do Conselho de Administração e a internacionalização no Brasil. Hassel et al. (2003) estudaram empresas alemãs analisando o índice de internacionalização, discutindo a dimensão estratégica, relacionada a missão da empresa e sua imagem corporativa perante a sociedade. A contribuição empresarial do estudo está em demonstrar o potencial do Conselho de Administração para influenciar na internacionalização, e a comprovação dessa relação pode contribuir para o aumento do valor de mercado das empresas via atração de novos investimentos e perspectiva de atuação em mercados estrangeiros. Lien et al. (2005) comprovaram que as pressões exercidas pelos conselheiros em função das características e competências do Conselho, apresentam relação positiva com o volume de investimentos em outros países. Para Alem e Cavalcanti (2005) o contato com mercados estrangeiros, propicia a troca de informações e o aprendizado avança para economias domésticas. A contribuição social do estudo destaca a importância da qualidade do Conselho de Administração na internacionalização, aproximando os agentes econômicos e promovendo o desenvolvimento.

A escolha do ano de 2012 para iniciar o estudo, deve-se ao fato de que esse ano foi marcado por um momento de profundas alterações nas condições econômicas do Brasil. O consumo das famílias caiu para abaixo de US\$ 1,5 trilhão em 2012. Os gastos do Governo caíram para US\$ 470 bilhões em 2012, e registraram queda de 24% em 2015. O índice de desemprego subiu de 6,1% em 2012 para 11,2% em 2016. A partir de 2012 o Investimento Direto Externo apresentou queda de 28% até 2015. O comércio internacional sofreu queda de US\$ 242 bilhões em 2012 para US\$ 191 bilhões em 2015.

3.7 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DE DADOS

Para atender aos objetivos do estudo, influência da qualidade do Conselho de Administração sobre as medidas de Internacionalização, será analisada com o uso da regressão linear múltipla, com a utilização de dados em painel balanceado, modelo MQO – Mínimos Quadrados Ordinários, sendo que serão testados os modelos econométricos gerados com a utilização da ferramenta estatística Gretl®, considerando-se como variável dependente

a Internacionalização, como variável independente o índice de qualidade do Conselho de Administração e como variáveis regressoras de controle: o número de países em que a empresa atua, o tempo de internacionalização, o tamanho da empresa e os níveis de governança corporativa. A Regressão de Dados em Painel, de acordo com (Adkins, 2010) compreende uma combinação de um grupo de unidades de corte transversal que são observadas ao longo do tempo.

Segundo Adkins (2010) a técnica de dados em painel é um dos métodos mais usados no meio acadêmico para analisar os efeitos que algumas variáveis exercem, ou que podem exercer, sobre outras. Uma das vantagens da estimação com dados em painel é a possibilidade do tratamento da heterogeneidade dos dados que fundamentam a pesquisa (Gujarati, 2006). O presente estudo utiliza dados em painel balanceado, ou seja, todas as observações para todas as empresas estão disponíveis ao longo de todo o período de tempo estudado. Os dados em painel sugerem a existência de características diferenciadoras dos indivíduos, essas características podem ou não ser constantes ao longo do tempo, de tal forma que estudos temporais ou seccionais que não levem em conta tal heterogeneidade produzirão, quase sempre, resultados fortemente enviesados.

Segundo Gujarati (2006), dados em painel, também chamados de dados combinados, mesclam séries temporais e cortes transversais em um único estudo, isto é, a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo. Para o autor a principal vantagem desta técnica é a obtenção de dados mais informativos, com mais variabilidade, menos colinearidade, mais graus de liberdade e mais eficiência. Essa análise estatística dá origem a dados relevantes e com potência suficiente para alicerçar a teoria.

Existem três formas de simplificar e ajustar o modelo geral a fim de torná-lo mais funcional: (i) Modelo *Pooled* ocorre quando o intercepto é o mesmo para toda a amostra, ou seja, assume-se que todos os elementos da amostra possuem comportamento idêntico. O Modelo *Pooled* não considera o efeito da passagem do tempo e nem o efeito individual exercido pela ação de cada empresa; (ii) *Fixed-Effects Model*, também chamado de Modelo de Efeitos Fixos, baseia-se na premissa de que os coeficientes da regressão podem variar de indivíduo para indivíduo ou ainda no tempo, mesmo que aparentemente permaneçam como variáveis fixas, ou seja, variáveis não aleatórias; e (iii) *Random Effects* ou Modelo de Efeitos Aleatórios que segue a premissa de que a influência do comportamento do indivíduo ou o efeito do tempo não podem ser conhecidos. Dessa forma, admite-se a existência de erros não

correlacionados com os regressores do modelo (Gujarati, 2006). Nesse estudo será utilizado a seguinte Regressão Linear Múltipla:

$$\text{INTER}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IQCA}_{i,t} + \beta_2 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_3 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_4 \text{TAM}_{i,t} + \beta_5 \text{GOV}_{i,t} + \beta_6 \text{ALAV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que,

INTER $_{i,t}$ = índice de Internacionalização obtido por meio da Metodologia *UNCTAD* que determina os resultados para empresa *i* no período *t*;

IQCA $_{i,t}$ = índice de Qualidade do Conselho de Administração capturada através da métrica;

PAIS $_{i,t}$ = Número de países em que a empresa *i* atua no período *t*;

TEMP $_{i,t}$ = Tempo de internacionalização da empresa *i* no período *t*;

TAM $_{i,t}$ = Tamanho da empresa *i* no período *t*;

GOV $_{i,t}$ = Nível de Governança Corporativa, segmentos diferenciados B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) (NM, N1 e N2) da empresa *i* no período *t*;

ALAV $_{i,t}$ = Alavancagem da empresa *i* no período *t*;

β_0 = constante, intercepto do modelo; período = *t*; empresa = *i*;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ = Coeficientes estimados da regressão;

$\varepsilon_{i,t}$ = Estimativa de erros aleatórios da regressão.

Para verificar a relação entre os dados coletados e a potência da regressão linear, foram realizados os seguintes testes:

O teste de Hausman valida a hipótese nula de que os coeficientes esperados pelo estimador dos efeitos aleatórios são iguais aos esperados pelo estimador de efeitos fixos. Se o p-valor do teste não for significativo ($P > 0,05$), é recomendado usar efeitos aleatórios. Por outro lado, se o p-valor for significativo ($P < 0,05$), então usa-se efeitos fixos (Gujarati, 2006).

Teste F de Chow mede a heterocedasticidade e a estabilidade do modelo, comprova a quebra ou rompimento em uma tendência estável de série histórica estatística, consiste em avaliar a potência do modelo. Permite testar a capacidade de previsão do modelo estimado, ou verificar mudanças estruturais ao longo do período de estimação. O objetivo é estimar o modelo para a primeira sub amostra e concluir acerca da sua performance, confrontando com a segunda sub amostra. O Teste de Chow define se o painel de dados é MQO agrupado ou Efeitos Fixos ou ainda efeitos aleatórios. Assim, temos a hipótese nula H_0 : Estabilidade dos coeficientes (Gujarati, 2006).

O Teste de Breusch Pagan mede a homocedasticidade dos resíduos, que é o termo para designar a variância constante dos erros para observações diferentes. Caso a suposição de homocedasticidade não seja válida, podemos listar alguns efeitos no ajuste do modelo. Os erros padrões dos estimadores, obtidos pelo Método dos Mínimos Quadrados, são incorretos e a inferência estatística não é válida. A hipótese nula H_0 : MQO agrupado *pooled* é adequado e a H_1 : válida a existência de efeitos aleatórios (Gujarati, 2006).

Um passo importante é testar a normalidade dos resíduos da regressão linear, que deve ser usada se os erros forem normais, portanto, caso o teste aponte que esta premissa é inválida, os resultados da regressão não poderão ser usados. Neste caso, o modelo deve ser modificado, introduzindo outras variáveis ou mudando o modelo, para que os erros se comportem como uma variável normal. O Teste de Normalidade dos resíduos pretende confirmar a hipótese nula H_0 : os erros apresentam distribuição normal (Gujarati, 2006).

Teste para identificar ausência de multicolinearidade das variáveis independentes, definido como *VIF* (*Variance Inflation Factor*) identificam se há problemas significativos de multicolinearidade, valores que se aproximam de 10 indicam inflação de variância da variável independente ou de controle em relação as outras variáveis e indicam quanto a variância dos coeficientes de regressão estimados está inflada em comparação as variáveis preditoras. A multicolinearidade é problemática porque pode aumentar a variância dos coeficientes de regressão tornando-os instáveis e difíceis de interpretar (Gujarati, 2006).

A análise do R^2 Coeficiente de determinação para painéis, define em que percentual a variável dependente pode ser explicada pelas variáveis regressoras independentes e de controle. A inclusão de inúmeras variáveis, mesmo que tenham muito pouco poder explicativo sobre a variável dependente, aumenta o valor de R^2 , isto incentiva a inclusão indiscriminada de variáveis, prejudicando o modelo. Para combater esta tendência, podemos usar o coeficiente de determinação R^2 ajustado, que penaliza a inclusão de regressores pouco explicativos. O R^2 deve ser usado com precaução, é possível torná-lo maior pela adição de um número maior de termos, mais não significa que o novo modelo é melhor (Gujarati, 2006).

O Teste de Durbin Watson identifica a auto correlação entre os erros. A hipótese de independência dos erros significa que um acontecimento aleatório que ocorre num determinado período de tempo não afeta as observações seguintes. O que se busca é um valor para Durbin-Watson próximo a 2 (dois) que determina a ausência de correlação entre os resíduos. A autocorrelação significa que as observações são correlacionadas. Quando essas observações são correlacionadas, a regressão de mínimos quadrados subestima o erro padrão

dos coeficientes e os preditores podem parecer significantes quando na verdade não são (Gujarati, 2006).

Para testar a Estacionariedade do painel realiza-se o Teste ADF - Dickey-Fuller aumentado. Busca-se a rejeição da hipótese nula de que todos os grupos têm raiz unitária, isso ocorre quando o p-valor do Teste ADF da variável analisada é menor que 0,05, nesse caso, podemos afirmar que a série é estacionária, com nível de significância de 95% ou seja, não está sujeita a ação de tendências ou vieses que refletem em variações bruscas ao longo da série no tempo. Os procedimentos de análise estatística de dados em painel supõe que estas sejam estacionárias, portanto, é necessário normalizar os dados se estes não formam uma série estacionária. Uma série temporal é estacionária quando a mesma se desenvolve aleatoriamente em torno de uma média constante e reflete um equilíbrio estável. A maioria das séries apresentam formas de não Estacionariedade que são representadas por tendências.

Segue-se o processo das análises estatísticas com a elaboração da matriz de correlação que permite identificar visualmente a associação entre diversas variáveis estudadas em um mesmo painel e permite iniciar a análise histórica dos dados, orientando a relação positiva ou negativa preliminar existentes entre as variáveis e as respectivas significâncias. O coeficiente das relações transita entre -1 e +1, sendo que quanto mais próximo a zero mais será caracterizada a correlação estatisticamente significativa. Correlação é qualquer relação estatística causal ou não causal que represente a dependência entre duas variáveis. A matriz de correlação de Pearson apresenta valores que medem o grau linear entre cada par de variáveis e viabiliza a avaliação da força e da direção da relação entre duas variáveis, se as duas variáveis aumentam ou diminuem juntas a correlação é positiva. Variáveis que apresentam correlações maiores do que 0,7 são frequentemente consideradas altamente correlacionados. Contudo, esse valor de referência depende da área do assunto estudado e do número de itens na análise.

3.8 SISTEMA DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS E TESTE DE SIMULTANEIDADE E ENDOGENEIDADE DAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS

A Endogeneidade é um problema que está presente quando uma variável dependente influencia na variável independente e vice-versa. A variável independente, na verdade não é independente, pois é influenciada pela dependente. O Teste para Endogeneidade verifica se uma das variáveis explicativas do modelo está correlacionado com o erro, se estiver é

chamada de variável endógena. A lógica é a seguinte sob a hipótese nula H_0 : ausência de correlação entre os regressores e o termo de erro residual, todos os fatores da regressão devem ser não correlacionados com as variáveis explicativas, e devem ter sido operacionalizados de forma funcional adequada (Gujarati, 2006).

Um modelo de equações simultâneas está alicerçado na elaboração de uma regressão para cada variável previamente definida como endógena, dessa forma, não possibilita que os parâmetros de uma equação eleita para explicar a relação entre as variáveis, sejam calculados individualmente, o modelo de equações simultâneas permite analisar várias equações com o objetivo de determinar estatisticamente, qual variável é explicada e qual pode ser classificada com explicativa (Gujarati, 2006).

Quando se elege uma variável dependente em um modelo de regressão linear múltipla, se determina a variável endógena, aquela que se pretende explicar, dessa forma, assume-se que essa relação tem uma mão única, ou seja, a variável depende é explicada pelas demais variáveis regressoras independentes e de controle do modelo. Essa eleição é fundamentada em aspectos teóricos que permeiam a relação que se pretende estimar. Nesse momento descarta-se a possibilidade de que essa relação esperada não seja confirmada estatisticamente o que pode determinar a divulgação de estimativas com viés ou tendência.

O presente estudo definiu como variável dependente a Internacionalização e variável independente IQCA, além das variáveis de controle. Mas, não é possível teoricamente afirmar que a relação seja efetivamente dessa ordem, apesar de ser a relação esperada, ou seja, a Internacionalização é influenciada pelo IQCA. Dessa forma se faz necessário testar a hipótese da existência da Endogeneidade entre as variáveis dependentes e independentes.

A Endogeneidade ocorre quando uma variável explicada em num modelo de regressão linear múltipla é explicitamente dependente e está consequentemente correlacionada com o termo de erro residual da variável explicativa. Entre as razões que determinam a existência desse fenômeno, podemos citar: a forma funcional pode ter sido definida de forma incorreta; ocorreu a omissão de regressores relevantes para o estudo; houve um erro de medida, ou ainda, há simultaneidade entre as variáveis explicadas e explicativas (Gujarati, 2006).

A presença de regressores endógenos num modelo de regressão viola o modelo e nesse caso os estimadores de MQO dos parâmetros do modelo de regressão linear serão inconsistentes, ineficientes e caracterizados por viés ou tendência. As variáveis endógenas são determinadas dentro do modelo, enquanto que as variáveis exógenas são capturadas fora do

modelo. Portanto, é necessário definir em primeiro lugar, quais são as variáveis endógenas e as variáveis exógenas que compõem o modelo, conforme apresentado na Figura 7.

Característica	Variável	Código
Endógena	Internacionalização	INTER
	Qualidade do Conselho	IQCA
Exógena	Tamanho	TAM
	País	PAIS
	Tempo	TEMP
	Listagem	LIST
	Alavancagem	ALAV

Figura 7 – Variáveis Endógenas e Exógenas da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

Na elaboração de um modelo de equações simultâneas, deve-se apresentar as equações do sistema, que são denominadas equações estruturais, que apresentam variáveis endógenas, dependentes ou explicadas do lado esquerdo e as variáveis exógenas, independentes ou explicativas do lado direito, com os respectivos erros residuais.

Equações Estruturais da pesquisa para definição das equações simultâneas:

$$\text{INTER}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IQCA}_{i,t} + \beta_2 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_3 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_4 \text{TAM}_{i,t} + \beta_5 \text{GOV}_{i,t} + \beta_6 \text{ALAV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{IQCA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INTER}_{i,t} + \beta_2 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_3 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_4 \text{TAM}_{i,t} + \beta_5 \text{GOV}_{i,t} + \beta_6 \text{ALAV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que,

INTER_{i,t} = índice de Internacionalização obtido por meio da Metodologia *UNCTAD* que determina os resultados para empresa *i* no período *t*;

IQCA_{i,t} = índice de Qualidade do Conselho de Administração capturada através da métrica;

PAIS_{i,t} = Número de países em que a empresa *i* atua no período *t*;

TEMP_{i,t} = Tempo de internacionalização da empresa *i* no período *t*;

TAM_{i,t} = Tamanho da empresa *i* no período *t*;

GOV_{i,t} = Nível de Governança Corporativa, segmentos diferenciados B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) (NM, N1 e N2) da empresa *i* no período *t*;

ALAV_{i,t} = Alavancagem da empresa *i* no período *t*;

β_0 = constante, intercepto do modelo; período = t ; empresa = i ;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Coeficientes estimados da regressão;

$\varepsilon_{i,t}$ = Estimativa de erros aleatórios da regressão.

Um sistema de equações simultâneas consiste na formulação de um modelo para cada variável endógena, de modo a não permitir que os parâmetros de uma única equação sejam estimados sem considerar as informações obtidas por outras equações do sistema. Quando em um sistema de equações simultâneas a variável dependente está correlacionada com o termo de erro residual da variável independente, se caracteriza uma inconsistência, a variável endógena está, nesse caso, correlacionada com o erro residual, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários não podem ser usados, pois essa relação viola o pressuposto do modelo de que as variáveis independentes se apresentam de forma não correlacionada com o termo de erro residual das demais variáveis (Gujarati, 2006).

Sistema de Equações Simultâneas a partir das equações estruturais:

$$\text{INTER}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_2 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_3 \text{TAM}_{i,t} + \beta_4 \text{GOV}_{i,t} + \beta_5 \text{ALAV}_{i,t} + \text{Resíduo IQCA} \quad (5)$$

$$\text{IQCA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_2 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_3 \text{TAM}_{i,t} + \beta_4 \text{GOV}_{i,t} + \beta_5 \text{ALAV}_{i,t} + \text{Resíduo INTER} \quad (6)$$

O processamento da forma reduzida das Equações Estruturais (3) e (4), resulta nas relações entre as variáveis endógenas, regredindo cada variável endógena em função das demais variáveis exógenas, obtendo os valores estimados das variáveis Internacionalização e IQCA e seus respectivos erros residuais, que são salvos e processados, como variáveis exógenas, conforme definição nas Equações Simultâneas (5) e (6). O que se busca é a hipótese nula da não simultaneidade, o coeficiente dos termos de erro residual para INTER e IQCA não são significativos (Gujarati, 2006).

Se o resultado da regressão apresentar para as variáveis erro residual IQCA na equação simultânea (5) e erro residual INTER na equação simultânea (6), um p-valor não significativo, ou seja, maior ou igual a 0,05, não é possível confirmar estatisticamente a simultaneidade entre as variáveis endógenas, não existe indício de ocorrência de relacionamento entre as variáveis endógenas que se pretende explicar e as variáveis exógenas que explicam, dessa forma, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários podem ser operacionalizados na construção dos resultados do estudo.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo destina-se a apresentação e discussão dos resultados e foi dividido em dois momentos distintos. Primeiro, apresenta-se a descrição do Índice de Internacionalização (variável dependente), do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (variável independente) e a descrição das variáveis de controle. Na sequência, demonstram-se as inferências estatísticas cotejadas com a literatura que embasou o estudo.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) foi codificado a partir das informações disponibilizadas pelas 85 empresas da amostra nos Formulários de Referência nos anos de 2012 a 2016 no site da B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) ou no âmbito da Central de Downloads das Relações com os Investidores da própria empresa. A pontuação alcançada pela empresa nos 40 itens da métrica proposta, dividida pela pontuação máxima possível de 80 pontos, permitiu a obtenção de um índice compreendido entre 0 (zero) e 1 (um), onde valores mais próximos de 1 (um) evidenciam melhores práticas de governança dos Conselhos de Administração, o que para o presente estudo identifica empresas com maiores índices de qualidade do Conselho de Administração.

Para verificar a confiabilidade interna do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) realizou-se o teste de alfa de *Cronbach*. Este teste está presente em estudos que utilizam coleta de dados a partir da formulação de questões e possibilita a identificação de pontos que podem representar o enviesamento do instrumento de pesquisa. A consistência interna de um instrumento mensurado pelo alfa de *Cronbach* varia de 0 (zero) a 1 (um) e representa a média de todos os coeficientes de correlação entre o score de cada item da medida e o score total dos demais itens. É comumente utilizado como corte de validação o valor de alfa igual ou superior a 0,70. Sendo que valores superiores a 1 (um), não são desejáveis, pois podem indicar elevada autocorrelação entre os itens pesquisados.

No presente estudo, o Alfa de *Cronbach*, medida de validação interna, calculado para a métrica de Qualidade do Conselho de Administração foi da ordem de (0,9036) para o ano de

2012; (0,8596) em 2013; (0,7066) para o ano de 2014; (0,8850) em 2015 e finalmente alcançou (0,8966) em 2016. Estes valores indicam que há uma boa consistência interna do instrumento. Além disso, não houve indicativo de que a exclusão de algum item específico do IQCA pudesse alterar significativamente a confiabilidade do índice. O Alfa de *Cronbach* médio para os dados coletados foi da ordem de 0,8503 para o período compreendido entre os anos de 2012 e 2016.

Na tabela 3 apresenta-se o alfa de Cronbach por categoria da métrica para o Índice de Qualidade do Conselho de Administração.

Tabela 3:

Alfa de Cronbach por categoria da métrica para IQCA

Categoria / ano	2012	2013	2014	2015	2016	2012 - 2016
Estrutura	0,7194	0,6373	0,3905	0,6541	0,6672	0,6137
Composição	0,6292	0,5291	0,3028	0,5471	0,5345	0,5085
Característica	0,7054	0,6381	0,2771	0,6581	0,6600	0,5877
Processo	0,7231	0,6702	0,5996	0,7224	0,7441	0,6919
Total	0,9036	0,8596	0,7066	0,8850	0,8966	0,8503

Fonte: Dados da pesquisa

As categorias da métrica para IQCA apresentaram no período 2012-2016 os valores de alfa de Cronbach médio conforme segue: Categoria Estrutura 0,6137; Composição 0,5085; característica 0,5877; Processo 0,6919. O alfa de Cronbach total é da ordem de 0,8503.

Na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas da variável independente IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração, conforme apresentado na Figura 4 na seção de metodologia, seguida dos comentários relativos às medidas de posição e dispersão propostas pelo estudo para detalhar a distribuição dos dados da amostra no período estudado.

Tabela 4:

Estatística Descritiva do Índice de Qualidade do Conselho de Administração

Medidas Estatísticas	2012	2013	2014	2015	2016	2012 - 2016
Média	0,6676	0,6843	0,7166	0,7241	0,7526	0,7091
Desvio padrão	0,1210	0,0968	0,0619	0,1005	0,1034	0,0787
Coeficiente de Variação	0,1813	0,1415	0,0864	0,1387	0,1374	0,1109
Mínimo	0,0000	0,0000	0,5375	0,0000	0,0000	0,0000
Primeiro Quartil	0,6500	0,6625	0,6875	0,7000	0,7250	0,6800
Mediana	0,6875	0,6875	0,7250	0,7375	0,7750	0,7225
Terceiro Quartil	0,7250	0,7375	0,7625	0,7625	0,8000	0,7500
Máximo	0,8250	0,8250	0,8250	0,8375	0,8625	0,8625

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente de variação do IQCA apresentou média de 0,1109, seu valor mais alto 0,1813 em 2012 e seu menor valor em 2014 na casa de 0,0864 que definem quanto o desvio padrão atinge a média. O desvio padrão foi de 0,0619 em 2014 e para todos os anos analisados essa tendência de proximidade da série estatística com a média se manteve. A média do IQCA se apresentou em 0,7091 para o período, sendo que os valores transitam entre 0,6676 em 2012 e 0,7526 em 2016.

Verifica-se o crescimento do IQCA ao longo dos anos e em relação as empresas quando analisadas individualmente, nota-se uma tendência de manutenção dos índices em torno de um valor médio, sem grandes alterações bruscas, também é possível visualizar o crescimento do índice com a passar dos anos do período estudado. O valor máximo 0,8625 ocorreu no ano de 2016. Na Tabela 5 apresenta-se a estatística descritiva do IQCA por Setor Econômico.

Tabela 5

Estatística Descritiva do Índice de Qualidade do Conselho de Administração por Setor Econômico

Medidas Estatísticas	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo e Gás	Outros
Média	0,7183	0,6799	0,7323	0,7608	0,7117	0,7613	0,6503
Desvio padrão	0,0676	0,0656	0,0785	0,0559	0,1280	0,0705	0,1848
Coef. Variação	0,0941	0,0965	0,1072	0,0734	0,1799	0,0926	0,2842
Mínimo	0,5500	0,4750	0,5375	0,6750	0,0000	0,6125	0,0000
Primeiro Quartil	0,6750	0,6500	0,7000	0,7156	0,6875	0,7000	0,6500
Mediana	0,7250	0,6875	0,7375	0,7750	0,7375	0,7750	0,6875
Terceiro Quartil	0,7625	0,7250	0,7875	0,8094	0,7750	0,8250	0,7375
Máximo	0,8500	0,8250	0,8625	0,8500	0,8250	0,8500	0,8000
Empresas	23	17	11	6	15	4	9
Observações	115	85	55	30	75	20	45

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que o setor de Petróleo e Gás apresenta a maior média 0,7613 de IQCA. O setor de Consumo não Cíclico apresenta o valor máximo 0,8625 e o setor de consumo cíclico o valor mínimo 0,4750 para IQCA. Na Figura 8 apresenta-se graficamente a evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração, que varia de 0 (zero) até 1 (um), sendo que valores mais próximos de 1 (um) representam melhor qualidade do Conselho de Administração para as 85 empresas que participam do estudo.

Na Figura 8 apresenta-se a evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração para as 85 empresas elencadas para o estudo.

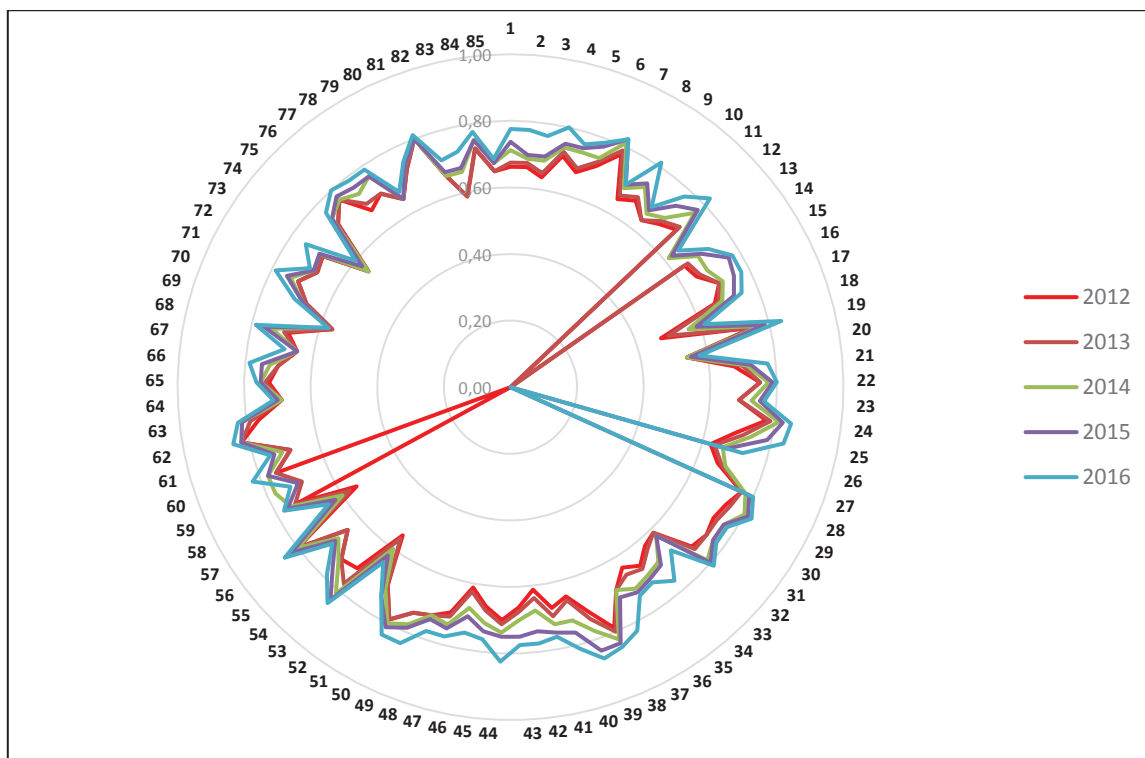


Figura 8: Evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que índice IQCA aumentou ao longo do tempo para as empresas da amostra, no início da série em 2012 os valores dos índices são inferiores e com o passar do tempo, vão sofrendo representativo aumento, na medida em que as curvas que definem a tendência vão se distanciando em relação ao centro, evidenciando o aumento da qualidade do Conselho de Administração ao longo do tempo de acordo com as recomendações do IBGC. No ano de 2016 verificam-se os valores mais elevados da série, tendo em vista que as empresas tendem a buscar melhorias contínuas em seus padrões administrativos para atender as crescentes demandas do mercado por responsabilidade social, ambiental e transparência nas relações da empresa com o mercado.

As indicações de valores zero no gráfico representam as empresas que não disponibilizaram em plataformas públicas informações do Formulário de Referência na ocasião do levantamento dos dados da pesquisa. O ponto (13) representa a empresa BRQ nos anos de 2012 e 2013; a indicação da empresa Fibam no ponto (27) do gráfico nos anos de 2015 e 2016 e finalmente o ponto (59) indica a empresa Ouro Fino que não disponibilizou as informações para o ano de 2012.

Nesse período o índice IQCA mínimo oscilou entre 0,4750 e 0,6750 em 2012. A média do índice apresentou valores que variaram de 0,6503 até 0,7613 no período de cinco

anos, os valores máximos, por sua vez, se apresentaram entre 0,8000 e 0,8625 em 2016, evidenciando a crescente preocupação das organizações em atender as melhores práticas de governança corporativa. Os melhores índices IQCA foram alcançados em 2016, com destaque para a empresa JBS com 0,8625 seguida das empresas Embraer, Natura, Itaú-Unibanco, Petro Rio e Mills, todas alcançando o índice IQCA de 0,8500.

Espera-se que o índice de internacionalização de uma empresa seja influenciado positivamente pela qualidade do Conselho de Administração, dessa forma, os itens que compõem a métrica para o Índice de Qualidade do Conselho de Administração, estão fundamentadas nas recomendações do Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC em sua edição de 2015, que buscou agrupar, por natureza de interesse, os assuntos abordados, servindo como uma forma de direcionar a busca pelos objetivos da empresa e alicerce para a consolidação de sua posição e de sua imagem perante o mercado consumidor e investidor.

Na Figura 9 apresentam-se os 40 itens que compõem a métrica de IQCA, no período 2012 e 2016, sendo que a pontuação máxima possível para cada item é de 170 pontos.

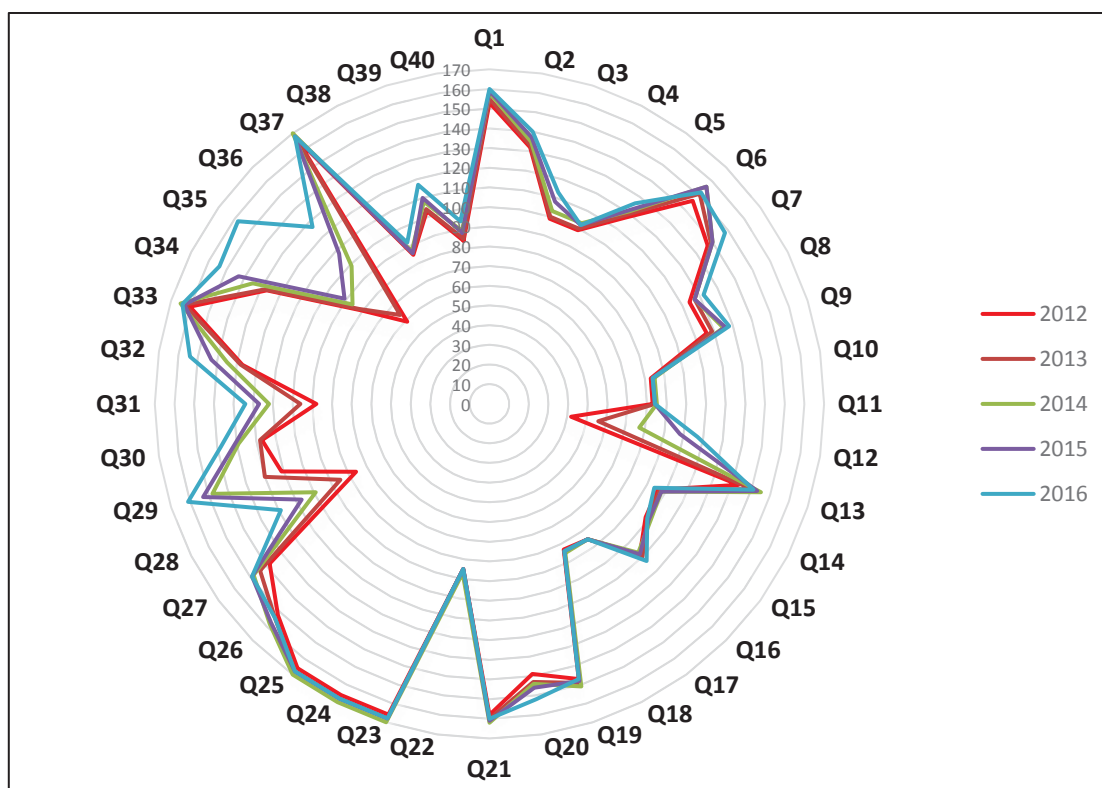


Figura 9: Medição dos Itens do Índice de Qualidade do Conselho de Administração

Fonte: Dados da pesquisa

A Figura 9 demonstra que no ano de 2016 a pontuação da métrica é maior do que aquela conquistada no ano de 2012, evidenciando a evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração ao longo do tempo. Essa tendência também pode ser verificada pela forma como as curvas que representam cada item, nos anos de 2012 até 2016, tendem a se afastar do centro (zero) e se aproximar da pontuação máxima (170 pontos). Vale destacar que para codificação do Índice de Qualidade do Conselho de Administração foram atribuídos 2 (dois) pontos se a afirmativa proposta na métrica for “SIM”; 1 (um) ponto se a afirmativa for “NÃO”; e 0 (zero) quando a empresa NÃO DECLARAR as informações propostas para cada um dos itens do índice.

Em função desses critérios para codificação, as empresas receberam uma pontuação individual absoluta que variou entre 0 e 80 pontos (40 itens da métrica vezes a pontuação máxima dois pontos). Para o cálculo do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) dividiu-se a pontuação absoluta de cada empresa, pela pontuação absoluta máxima da métrica que resultou em um índice que variou em uma escala de 0 a 1. Valores mais próximos de 1 representam melhor Índice de Qualidade do Conselho de Administração.

A literatura elenca atributos que fundamentam a atuação do Conselho de Administração e podem impactar na continuidade das empresas. Zahra e Pearce (1989) definem como atributos que afetam a performance do Conselho de Administração: (i) estrutura; (ii) composição; (iii) característica e (iv) processo. O índice de qualidade do Conselho de Administração destaca esses atributos em quatro categorias.

A categoria Estrutura envolve aspectos relacionados aos comitês e suas competências que dão suporte ao Conselho de Administração e que abrangem os diversos aspectos relacionados ao fluxo da informação entre os comitês e os conselheiros, diretores, empregados, acionistas e o ambiente institucional que possui vínculos com a empresa. A categoria também analisa como se apresenta a figura do presidente do Conselho na Estrutura do Conselho de Administração, em função de que o IBGC define restrições a Presidente da empresa e Presidente do Conselho serem a mesma pessoa ou Presidente da empresa que, ao término do mandato, passa a figurar no Conselho de Administração da empresa.

Na Figura 10 apresenta-se o IQCA para os itens que compõem a categoria Estrutura do Índice de Qualidade do Conselho de Administração.

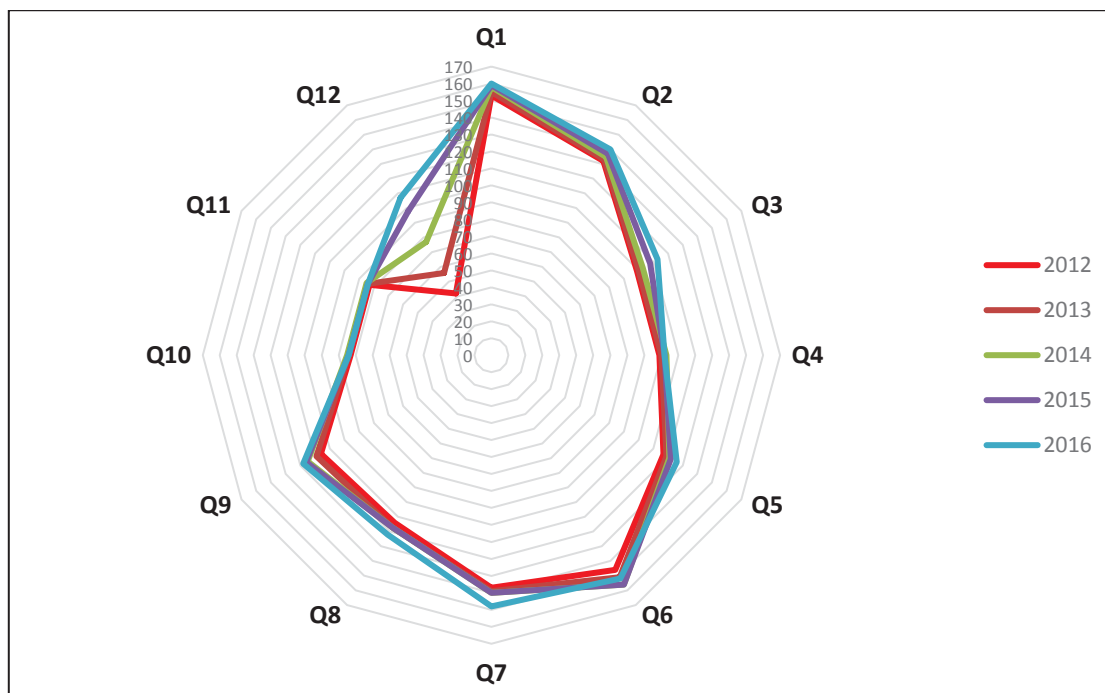


Figura 10: Comportamento do IQCA para Categoria Estrutura do Conselho de Administração
 Fonte: Dados da pesquisa

Na categoria Estrutura do Conselho, o item 12 foi o que apresentou maior evolução. Esse item trata do Comitê de *Compliance*, sua estruturação e seu funcionamento. No universo das empresas pesquisadas no ano de 2012 eram apenas 7 organizações ou 8,0 % da amostra que possuíam Comitê de *Compliance*, esse número subiu para 37 empresas ou 44,0 % da amostra no ano de 2016. Para Bielgelman (2008) as empresas passaram a adotar uma estrutura formal para assegurar o cumprimento da lei, conhecedoras das consequências que sofreriam se não a cumprissem, focados nas características pessoais e profissionais dos colaboradores, incluindo temas de ética empresarial e de *Compliance*. São responsabilidades do *compliance* assegurar o fortalecimento e o funcionamento do sistema de controles internos, diminuindo os riscos, disseminando a cultura do cumprimento das leis e normas que regulamentam as atividades da empresa (Coimbra & Manzi, 2010).

Na categoria Composição do Conselho, que evidencia o tamanho do conselho, quantidade de membros e o tipo dos conselheiros internos, externos ou independentes, além de aspectos relacionados a participação e a representação dos acionistas minoritários.

O comportamento dos itens da métrica para IQCA da categoria Composição do Conselho de Administração são apresentados na Figura 11.

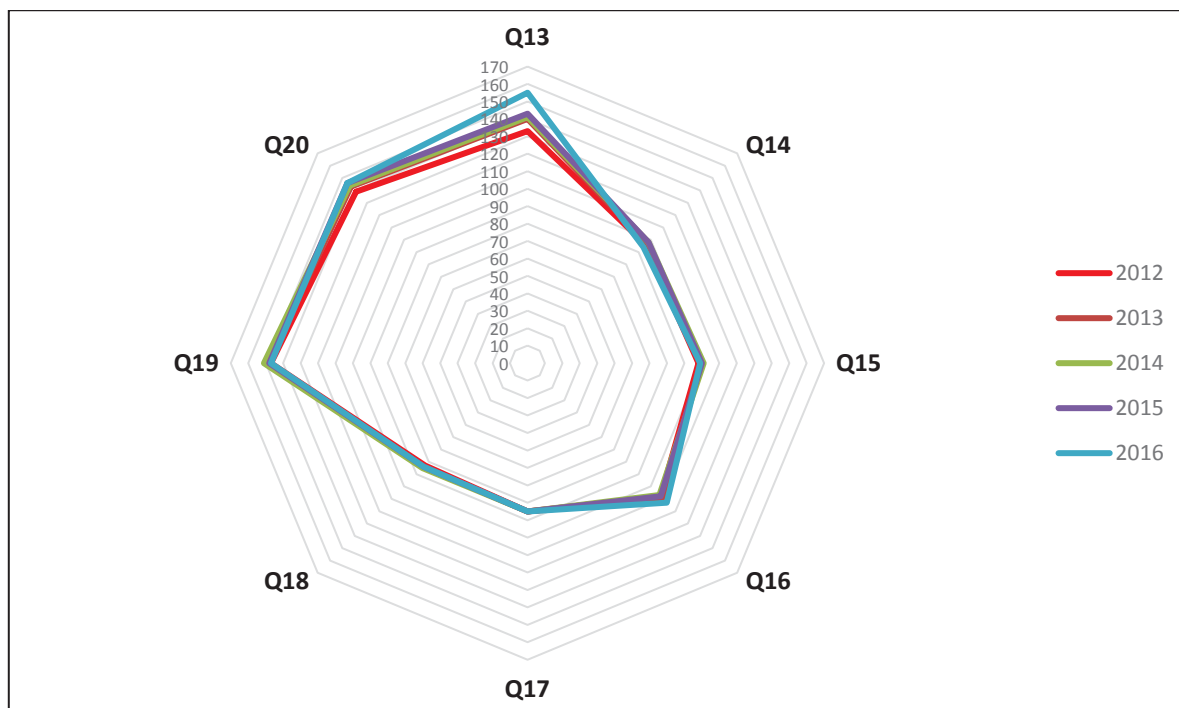


Figura 11: Comportamento do IQCA para Categoria Composição do Conselho de Administração
 Fonte: Dados da pesquisa

O comportamento dos itens da métrica para a categoria composição do Conselho de Administração demonstra que as empresas adotam uma postura caracterizada por poucas mudanças ao longo do tempo. O item 13 apresentou evolução relevante, pois trata-se da preocupação das empresas em atender as Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, no que se refere ao número de membros do Conselho de Administração. Esse item preconiza que os Conselhos devem variar entre 5 e 11 conselheiros. No ano de 2012, 50 empresas atendiam essa orientação e no ano de 2016 esse número subiu para 70 empresas. Lipton e Lorsch (1992) apontam que o tamanho do Conselho pode estabelecer a falta de diálogo dos conselheiros, quando um Conselho de Administração possui um número elevado de membros, torna-se difícil a expressão das opiniões e ideias no tempo limitado das reuniões.

Na categoria Característica do Conselho ressaltou-se a experiência e formação acadêmica dos conselheiros, a independência para o trabalho e o desempenho dos conselheiros em suas atividades e tarefas. A experiência foi refletida por meio da formação acadêmica, valores pessoais e estilo de trabalho que refletem a disposição para contribuir, demonstrando interesse pela empresa e em defesa dos acionistas e *stakeholders*.

Na Figura 12 apresenta-se o IQCA para categoria Características do Conselho de Administração.

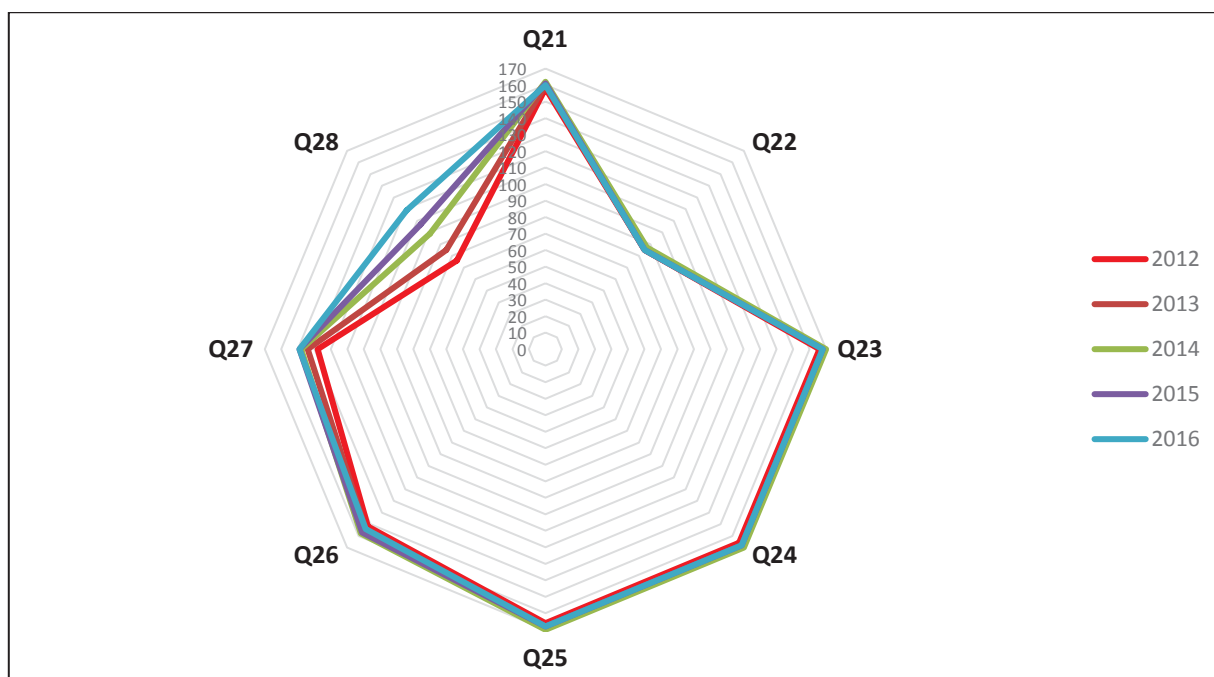


Figura 12: Comportamento do IQCA para Categoria Características do Conselho de Administração

Fonte: Dados da pesquisa

Nessa categoria, o item 28 da métrica foi aquele que apresentou maior variação. Esse item trata da existência dos programas de treinamento dos membros do Conselho de Administração, no ano de 2012 eram 24 empresas ou 28,0 % da amostra, esse número se elevou para 72 empresas que representavam 85,0 % no ano de 2016. Tracey, Tannenbaum e Kavanagh (1995) sugerem que a profissionalização nasce dos ensinamentos formais e dos treinamentos, gerando uma homogeneização das organizações. Nesse sentido, é preciso desenvolver um ambiente organizacional de aprendizagem contínua, que propicie oportunidades e autonomia para que os membros decidam seu próprio caminho. Assim, é clara a necessidade de suporte aos treinamentos. No entanto, apesar do grande investimento, é crescente a preocupação das organizações com o baixo retorno dessas ações, questão que incita a reflexão sobre quais seriam os fatores que maximizam a influência sobre o desempenho do participante nos treinamentos (Raelin & Coghlan, 2006).

A categoria Processo do Conselho que trata das atividades de tomada de decisões, realização das reuniões e aspectos relacionados à frequência e duração, a formalidade dos procedimentos, o monitoramento das relações entre os conselheiros e os executivos das empresas, o consenso entre as partes envolvidos, a resolução de conflitos de interesse e as avaliações dos conselhos, seus comitês e conselheiros. Na Figura 13 apresenta-se o Comportamento do IQCA para categoria Processos do Conselho de Administração.

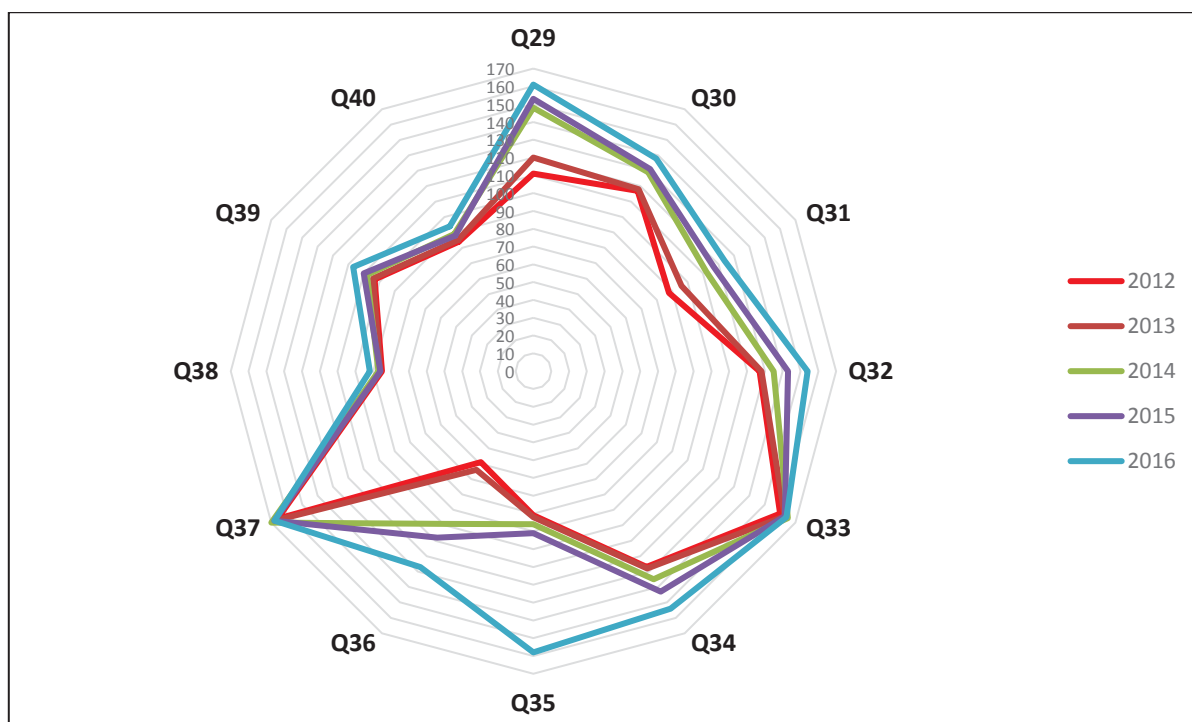


Figura 13: Comportamento do IQCA para categoria Processo do Conselho de Administração

Fonte: Dados da pesquisa

A categoria Processo do Conselho apresentou vários itens com evolução ao longo da série, evidenciando a preocupação com a transparência das atividades, participação dos conselheiros e divulgação das informações. Destacam-se o item 29 da métrica para IQCA, que questionou se o Conselho de Administração segue um Código de Conduta segundo os valores da empresa. Em 2012 64,0% das empresas seguiram o Código de Conduta e no ano de 2016 esse percentual subiu para 85,0% da amostra. Essa evolução sinaliza a crescente preocupação das empresas com atitudes que repercutem no meio empresarial e na sociedade. Em estudos sobre Códigos de Ética, Helin e Sandstrom (2007) verificaram a forma de comunicação e o processo de absorção dos conteúdos, identificando que a falta de conhecimento sobre a forma de comunicação dos Códigos de Ética corporativa afeta o comportamento nas organizações e que as empresas eticamente orientadas geram lucro, protegem o meio ambiente e melhoram a vida do público em geral. Para melhorar a imagem, empresas adotam Códigos de Ética, dessa forma tornam públicas suas virtudes e criam uma imagem de investidores conscientes, pelo fato de inserirem o aspecto humano nas práticas de governança corporativa, qualificando sua visão social com alto grau de transparência que repercute em toda sociedade (Stevens, 2008).

Na mesma linha, o item 36 questiona a existência de ouvidoria e canais de denúncia, observa-se que no ano de 2012 o percentual da amostra era de apenas 31,0% e ocorreu uma elevação significativa para 87,0% da amostra em 2016. Para Cohen e Felson (1980) o canal de

denúncia é um instrumento relevante que pode atuar no comportamento do potencial fraudador, dissuadindo-o do ato e reduzindo a ocorrência de delitos, é apontado como ferramenta eficaz no combate às fraudes. As fraudes, por sua vez, estão relacionadas ao ambiente organizacional, fato que dificulta sua detecção, tanto pela peculiaridade operacional, quanto pela singularidade dos colaboradores. Essa característica sistêmica das organizações determinou demandas por esforços maiores para confirmar as fraudes decorrentes das imperfeições dos controles internos e externos (Johansson & Carey 2016).

A governança corporativa é definida como conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre administradores e acionistas. Os mecanismos internos desta relação norteiam a atuação do Conselho de Administração, independência, remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos. O crescimento da participação dos investidores no mercado de capitais tem colaborado para o aumento da amplitude nas discussões desta temática, com o intuito de obter maior segurança para os investimentos. O IQCA buscou identificar e reunir aspectos positivos que podem determinar a excelência dos Conselhos de Administração.

4.2 ESTATISTICA DESCRITIVA DO ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO

O índice de internacionalização apresenta-se na Tabela 5 para todas as empresas que declararam que seu país de origem é o Brasil. Optou-se por apresentar em ordem alfabética pois a intenção não é divulgar um *ranking* de internacionalização das empresas a partir das informações financeiras e não financeiras utilizadas para compor o índice.

Tabela 6:

Índice de Internacionalização da Amostra por Setor Econômico

Setor de Bens Industriais						
Empresa	Código	2012	2013	2014	2015	2016
Contax	21	0,1270	0,1657	0,1780	0,2594	0,1500
Embraer	24	0,2310	0,2270	0,2560	0,2380	0,2520
Eternit	25	0,1890	0,1530	0,1790	0,2000	0,1620
Forjas Taurus	29	0,3154	0,4351	0,4276	0,4326	0,4283
Fras-Le	30	0,2640	0,2644	0,2812	0,3064	0,2983
Gol	32	0,0457	0,0572	0,0708	0,0665	0,0858
Indústrias Romi	34	0,2271	0,1799	0,2189	0,2766	0,2561
Invepar	36	0,0006	0,0374	0,0598	0,0543	0,0130
JSL	40	0,0090	0,0090	0,0050	0,0070	0,0090
Kepler	42	0,2180	0,1300	0,1252	0,1134	0,2264

Log-in	45	0,1410	0,1292	0,1318	0,1426	0,2262
Marcopolo	49	0,1542	0,1384	0,1527	0,2000	0,2373
Metalfrio	51	0,4270	0,5300	0,5000	0,5550	0,6070
Metisa	52	0,2840	0,2710	0,2430	0,3480	0,2710
Mills	53	0,0100	0,0130	0,0400	0,0200	0,0750
Portobello	61	0,0800	0,0900	0,1100	0,1392	0,1456
Randon	65	0,1430	0,1230	0,1190	0,1690	0,2260
Schulz	67	0,2054	0,1773	0,2288	0,3466	0,3160
Sondotécnica	69	0,0228	0,0874	0,0398	0,0758	0,0686
Tegma	73	0,0700	0,0500	0,0600	0,0800	0,0000
Tupy	77	0,0000	0,3750	0,3610	0,4570	0,5120
Valid	82	0,1632	0,2631	0,2662	0,3111	0,3186
Weg	84	0,2800	0,2810	0,3090	0,2970	0,3020

Setor de Consumo Cíclico

Alpargatas	2	0,0000	0,2110	0,2130	0,2460	0,2190
Arezzo	5	0,0350	0,0500	0,0560	0,0890	0,0980
Cambuci	14	0,2350	0,1370	0,1440	0,1440	0,2822
Cia Coteminas	17	0,2189	0,1855	0,1736	0,2127	0,2161
Cia Santanense	18	0,0740	0,0800	0,0700	0,1200	0,1000
Hoteis Othon	33	0,1970	0,2230	0,2090	0,3720	0,3290
IMC	35	0,5133	0,5629	0,4484	0,6424	0,3681
Iochpe-Maxion	37	0,4593	0,5421	0,5841	0,6761	0,6705
Karsten	41	0,0090	0,0090	0,0050	0,0070	0,0090
Kroton	44	0,1000	0,0800	0,0100	0,0100	0,0500
Mahle - Metal Leve	48	0,1892	0,2206	0,2372	0,2766	0,2877
Mundial	55	0,0923	0,1064	0,1040	0,1120	0,1210
Time For Fun	71	0,2736	0,1819	0,2887	0,2741	0,3098
Teka	74	0,0645	0,0687	0,0940	0,0762	0,1234
Unicasa	79	0,0220	0,0260	0,0210	0,0030	0,0210
Vulcabrás	83	0,1225	0,1477	0,0523	0,0603	0,0770
Whirlpool	85	0,2600	0,2100	0,1700	0,2100	0,1900

Setor de Consumo não Cíclico

Ambev	4	0,3417	0,3522	0,3854	0,4563	0,4227
BomBril	10	0,0072	0,0093	0,0106	0,0070	0,0760
BRF	12	0,2479	0,2590	0,2543	0,2782	0,3408
Consevas Oderich	20	0,3758	0,4220	0,4402	0,4558	0,4468
JBS	39	0,5890	0,4990	0,4880	0,5760	0,5360
Marfrig	50	0,4330	0,5220	0,5360	0,3770	0,5390
Minerva	54	0,3200	0,3430	0,3880	0,2160	0,4940
Natura	56	0,1280	0,1450	0,1690	0,1740	0,2320
São Martinho	66	0,6350	0,5470	0,4851	0,4743	0,4958
SLC Agrícola	68	0,4640	0,4360	0,4120	0,4610	0,3830
Terra Santa	75	0,4210	0,4700	0,4240	0,3660	0,3204

Setor Financeiro

B3	6	0,3000	0,3000	0,3600	0,3880	0,2330
Bco Brasil	7	0,0138	0,0203	0,0222	0,0152	0,0352
Bco BTGP	9	0,2484	0,2936	0,6287	0,6316	0,3179
Cielo	19	0,0360	0,1280	0,1350	0,1440	0,1400
Itaú Unibanco	38	0,0668	0,0756	0,0770	0,0849	0,0734
Tarpon	72	0,1761	0,1430	0,1809	0,1542	0,0840

Setor de Materiais Básicos

Braskem	11	0,2148	0,2809	0,3257	0,3876	0,3750
Cia Ferbasa	15	0,2877	0,2565	0,1971	0,2618	0,3927
Cia Sid Nacional	16	0,1499	0,1597	0,1996	0,2546	0,2945
Duratex	22	0,0276	0,0202	0,0502	0,0752	0,1223
Elekeiroz	23	0,1670	0,1140	0,1270	0,1015	0,0600
Eucatex	26	0,0600	0,0700	0,0788	0,1291	0,1665
Fibam	27	0,0200	0,0370	0,0200	0,0310	0,0420
Fibria	28	0,4589	0,4634	0,4576	0,4611	0,4547
Gerdau	31	0,5420	0,5470	0,5600	0,5780	0,3280
Klabin	43	0,1261	0,1361	0,1304	0,1651	0,2048
Magnesita	47	0,4570	0,5270	0,4790	0,4130	0,3870
Paranapanema	60	0,2700	0,4000	0,3700	0,5900	0,6400
Suzano	70	0,5130	0,5240	0,5800	0,6930	0,6640
Usiminas	80	0,2044	0,1010	0,1485	0,2082	0,1206
Vale	81	0,2830	0,2900	0,2730	0,3100	0,2740
Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis						
Lupatech	46	0,3353	0,3453	0,2829	0,3600	0,4100
Petro Rio	62	0,0392	0,0508	0,5588	0,5000	0,5000
Petrobras	63	0,1399	0,1136	0,1031	0,1012	0,1273
Ultrapar	78	0,0500	0,0540	0,0410	0,0330	0,0330
Outros Setores						
Algar Telec	1	0,0000	0,0103	0,0156	0,0120	0,0171
Alupar	3	0,0060	0,0370	0,0110	0,0160	0,0030
Baumer	8	0,1161	0,1107	0,0881	0,1684	0,1120
BRQ	13	0,0081	0,0066	0,0187	0,0255	0,0392
Nortec	57	0,0470	0,0590	0,0800	0,0700	0,0700
Oi	58	0,0025	0,0029	0,0220	0,0330	0,0320
Ouro Fino	59	0,0114	0,0540	0,0590	0,0673	0,0928
Positivo	64	0,0650	0,0270	0,0260	0,0400	0,0320
Totvs	76	0,0277	0,0260	0,0249	0,0394	0,0392

Fonte: Dados da pesquisa

Os valores máximos para o índice de internacionalização foram alcançados em 2012 pela empresa São Martinho (0,6350) do setor de consumo não cíclico, no ano de 2013 pela empresa IMC (0,5629) do setor de consumo cíclico, em 2014 se destacou o Banco BTG Pactual (0,6287) do setor financeiro, para o ano de 2015 liderou a empresa Suzano (0,6930) do setor de materiais básicos, sendo esse o maior índice de internacionalização alcançado ao longo do período estudado, e no ano de 2016 a empresa Iochpe-Maxion (0,6705) do setor de consumo cíclico.

As três dimensões da internacionalização mercado (receitas no exterior), recursos humanos (colaboradores no exterior) e investimentos (ativos no exterior) foram levantadas a partir das informações disponíveis nos Formulários de Referência: item 7.6 - receitas provenientes do exterior; item 14.1 - colaboradores no exterior e item 9.1.a – relação dos ativos no exterior, com os valores identificados a partir dos Relatórios da Administração e

Notas Explicativas. As 85 empresas da amostra realizaram exportações e, portanto, relataram possuir receitas no exterior. Sendo essa a principal forma e o primeiro contato das empresas com a internacionalização (Sullivan 1994). Além disso, 44 empresas também apresentam a dimensão recursos humanos caracterizada pela presença de funcionários no exterior.

Na Tabela 7 apresentam-se as medidas estatísticas para a variável Internacionalização, seguida dos comentários pertinentes relativos às medidas de posição e dispersão propostas pelo estudo para detalhar a distribuição dos dados da amostra no período estudado.

Tabela 7:

Estatística descritiva do Índice de Internacionalização

Medidas	2012	2013	2014	2015	2016	2012 - 2016
Média	0,1871	0,2002	0,2114	0,2354	0,2337	0,2136
Desvio padrão	0,1612	0,1658	0,1726	0,1863	0,1748	0,1638
Coefficiente de Variação	0,8617	0,8283	0,8164	0,7913	0,7482	0,8092
Mínimo	0,0000	0,0029	0,0050	0,0030	0,0000	0,0078
Primeiro Quartil	0,0457	0,0590	0,0600	0,0758	0,0770	0,0652
Mediana	0,1542	0,1450	0,1700	0,2000	0,2260	0,1765
Terceiro Quartil	0,2800	0,2900	0,3257	0,3660	0,3290	0,3168
Máximo	0,6350	0,5629	0,6287	0,6930	0,6705	0,5948

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente de variação do índice de Internacionalização representa a dispersão homogênea dos dados, sendo o resultado do quociente entre o desvio padrão da amostra e a média dos dados, sendo que quanto menor melhor, porque maior será a precisão dos dados. Para o período o coeficiente de variação apresentou o valor mais alto próximo a 0,8617 em 2012 e menor 0,7482 em 2016, que definem quanto o desvio padrão atinge a média.

A média geral foi 0,2136, sendo que os valores para a média por ano oscilam entre 0,1871 em 2012 e 0,2337 em 2016. O valor mínimo para o índice de Internacionalização (zero) foi verificado em 2012 para a empresa Algar e em 2016 para empresa Tegma, em função de que as empresas não eram internacionalizadas naquele momento.

Verificou-se uma tendência de crescimento do índice de Internacionalização ao longo dos anos, e em relação as empresas quando analisadas individualmente, nota-se uma tendência de manutenção dos índices em torno de um valor médio, na medida em que as empresas se lançam na busca pela conquista de novos mercados, mas é possível visualizar de modo geral o crescimento do índice com a passar dos anos do período estudado. Na Tabela 8 demonstra-se o Índice de Internacionalização por setor econômico.

Tabela 8

Estatística Descritiva do Índice de Internacionalização por Setor Econômico

Medidas Estatísticas	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo e Gás	Outros
Média	0,1951	0,1858	0,3652	0,1836	0,2785	0,2089	0,0416
Desvio padrão	0,1370	0,1633	0,1584	0,1629	0,1851	0,1823	0,0367
Coef. Variação	0,7021	0,8793	0,4336	0,8873	0,6646	0,8728	0,8833
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0070	0,0138	0,0200	0,0330	0,0000
Primeiro Quartil	0,0800	0,0700	0,2686	0,0739	0,1265	0,0506	0,0156
Mediana	0,1780	0,1440	0,4120	0,1415	0,2618	0,1205	0,0320
Terceiro Quartil	0,2738	0,2372	0,4722	0,2823	0,4338	0,3490	0,0590
Máximo	0,6070	0,6761	0,6350	0,6316	0,6930	0,5588	0,1684
Empresas	23	17	11	6	15	4	9
Observações	115	85	55	30	75	20	45

Fonte: Dados da pesquisa

Observou-se que o Setor de Consumo não Cíclico foi o que apresentou a maior média 0,3652 de índice de Internacionalização, e o Setor Outros a menor média 0,0416. O Setor de Materiais Básicos apresentou o valor máximo para o índice 0,6930 seguido do Setor de Consumo Cíclico com 0,6761 de internacionalização. Os setores que apresentaram menor quantidade de empresas atuando em ações de internacionalização são aqueles em que são necessários imobilização de grandes investimentos com expectativas de retornos a longo prazo (Cavusgil & Kirpalani, 1993).

Ainda, segundo Itani (1995) os investimentos contínuos no Setor de Bens Industriais aceleraram o crescimento econômico do país e fomentam possibilidades de abertura de novos mercados, viabilizando e intensificando o processo de internacionalização. O setor de Bens Industriais é um dos mais atraentes para investimentos em função da relação risco e retorno (Albuja, Garcia, Moreiras & Tambosi, 2011).

A internacionalização é representada pelo movimento das operações da empresa na direção do exterior, envolve uma série de decisões alicerçadas em critérios objetivos e na avaliação de estratégias de entrada no mercado internacional. O processo de internacionalização se inicia com vendas para o exterior, essa operação atinge todas as 85 empresas da amostra, e pode ser incrementada com a implantação de plantas fabris no país de destino, que demandam colaboradores no exterior (44 empresas da amostra) e investimentos no exterior (16 empresas da amostra).

4.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Na Tabela 9 apresentam-se as estatísticas descritivas para as variáveis de controle quantitativas: tamanho da empresa, número de países e tempo de internacionalização. O Segmento de Listagem da empresa na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão), é apresentado em separado por se tratar de uma variável qualitativa.

Tabela 9:

Estatística Descritiva das Variáveis de Controle Quantitativas

Medidas Estatísticas	Tamanho	País	Tempo	Alavancagem
Média	40.383	48	23,6	0,5746
Desvio padrão	164.399	40	18,4	0,3802
Coef. Variação	4,0710	0,8258	0,7800	0,1445
Mínimo	54	1	3	0,0000
Primeiro Quartil	789	15	9	0,3394
Mediana	2.090	40	19	0,5378
Terceiro Quartil	11.169	75	30	0,7615
Máximo	1.514.682	154	104	2,5995

Legenda: Para a variável de controle **Tamanho**, utilizou-se como *proxi* o do ativo total individual da empresa em milhões de reais. **País** é o número de países com os quais a empresa se relaciona. **Tempo** é o tempo em anos de internacionalização da empresa. **Alavancagem** (razão entre capital de terceiros e ativo total individual). Para todas as variáveis foram coletadas 425 observações no período 2012-2016.

Fonte: Dados da pesquisa

A variável Tamanho medida a partir do Ativo Total individual da empresa apresentou coeficiente de variação 4,0710 que contribuiu para a heterogeneidade da amostra. Honório (2009) expressa que firmas de maior porte quando comparadas às de menor porte são mais capazes de se adaptar aos sinais associados a inserção no mercado internacional e de se posicionarem de modo mais efetivo, apontando que as complexas estratégias de internacionalização são influenciadas fortemente pelo tamanho da firma. Empresas maiores detêm os recursos necessários para conquistar espaços mais abrangentes nas atividades internacionais, que podem levar a obtenção de desempenho satisfatório no mercado estrangeiro (Bloodgood, Sapienza & Almeida, 1996). Gripsrud (1990) argumenta que firmas maiores possuem mais recursos disponíveis e maiores possibilidades de inserção em mercados internacionais mais distantes e que exigem esforços adicionais. Assim, podem comprometer recursos pesados para se posicionarem em outros países, estabelecendo relacionamentos profundos com número cada vez maior de parceiros internacionais (Johanson & Mattsson, 1988).

O processo de internacionalização está relacionado, não apenas com as capacidades da empresa no mercado interno, mas também ao seu envolvimento com parceiros que atuam em mercados em países diversos. Sullivan (1994) define que o maior número de países nos quais as empresas atuam, propicia mais conhecimento do mercado. As empresas escolhem exportar para países dos quais já detém algum conhecimento e que apresentam menor distância psíquica em relação ao país de origem. Johanson e Vahlne (1990) argumentam que a internacionalização pode ser compreendida como um conjunto de relações formadas por atores, com maior ou menor inserção internacional que dependem do número de ligações que a empresa desenvolve. As empresas internacionalizadas são influenciadas pelas oportunidades que se apresentam em função de sua rede de relacionamentos internacionais, do número de países com os quais a empresa mantém negócios está positivamente relacionado e com as possibilidades de internacionalização (Johanson & Vahlne 2009).

Na média as empresas da amostra se relacionaram com 48 países. A empresa Weg desenvolveu no ano de 2016, atividades comerciais com 154 países, de acordo com o site da CNI – Confederação Nacional da Indústria, sendo a empresa mais internacionalizada do estudo, quando se observa essa variável. O início de suas atividades ocorreu em 1960, realizou a primeira exportação em 1970 para apenas 5 países: Guatemala, Uruguai, Paraguai, Equador e Bolívia, e em 1999 já desenvolvia relações comerciais com 55 países. Forte, Moreira e Moura (2007) argumentam que as empresas que apresentam níveis mais elevados de internacionalização, em decorrência de estratégias complexas utilizam-se de experiências passadas, em ações com agentes internacionais da sua rede de relacionamentos. Ietto-Gillies (2013) estudou o processo de internacionalização sob o ponto de vista da análise da dispersão geográfica das atividades da empresa. A variável número de países onde a empresa atua é importante pois possibilita determinar o nível de concentração das atividades da empresa em países específicos, em função dos esforços direcionados àquela região geográfica.

O tempo médio de internacionalização para as empresas da amostra foi de 23,6 anos. A empresa Conservas Oderich é internacionalizada desde 1912, sendo a empresa que a mais tempo (104 anos), desenvolve relações comerciais com outros países. Para Thomas (2006) o fator tempo possibilita entender o impacto da internacionalização no desempenho econômico e financeiro, em função das empresas ganharem experiência e conhecimento para fomentar o aumento da rede de relacionamentos no mercado internacional. Uma firma que desenvolveu a experiência internacional durante anos, está alicerçada em repertórios amplos, potencializando a estruturação de relacionamentos mais profundos e de longo prazo, que viabilizam o

comprometimento de recursos mais pesados, na forma de investimentos, com a finalidade de posicionar a empresa internacionalizada no mercado global (Johanson & Mattsson, 1988).

A variável de controle Alavancagem apresentou média de 0,5746 ao longo do período 2012 a 2016. O coeficiente de variação da ordem de 0,1445 destaca a homogeneidade da variável. O valor máximo para a amostra coletado é da ordem de 2,5995. Black, Jang e Kim (2006) que sugerem que organizações com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas pelos acionistas e sócios investidores a conquistar níveis de excelência em Governança.

Aivazian, Ge e Qiu (2005) evidenciaram relação positiva entre alavancagem e investimentos, empresas com maiores investimentos internos e externos, também são as que utilizam de capitais de terceiros em maior proporção, e dessa forma se beneficiam com os efeitos benéficos da utilização otimizada da ferramenta da alavancagem financeira. Lang, Ofek e Stulz (1996) o montante das dívidas da empresa indica maior índice de alavancagem e acarreta dificuldades mais elevadas em obtenção de crédito, uma relação negativa evidencia que em empresas com maiores dívidas proporcionais em sua estrutura de capital tendem a ter menores níveis de investimento interno e externo.

O segmento de listagem na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão), é uma variável de caráter qualitativo, o estudo considerou quatro possibilidades de segmento de listagem: NM (Novo Mercado), N2 (Nível 2), N1 (Nível 1) e NC (empresas sem classificação para o segmento de listagem). As 85 empresas selecionados para o estudo, em relação ao segmento de listagem que pertencem, estão divididas da seguinte forma: para o segmento Novo Mercado estão classificadas 52% da amostra, se caracterizando como a maior participação; para o Nível 2 são 6% das empresas estudadas; 13% estão no Nível 1; e ainda 29% não pertencem a segmento de listagem. O segmento de listagem da empresa é uma variável qualitativa, dessa forma foram utilizadas variáveis *dummy* para quantificar a variável qualitativa, viabilizando sua utilização em inferências estatísticas. Há evidências de que países que apresentam uma boa estrutura de governança, facilitam a entrada de investimentos estrangeiros e que as empresas sediadas nesses países são mais propensas a se internacionalizarem por meio de investimentos em mercados internacionais (Globerman & Shapiro, 2002).

4.4 ANÁLISE DA MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A análise da matriz de correlação permite identificar visualmente a associação entre duas variáveis e inicia a análise histórica dos dados, orientando a relação positiva ou negativa preliminar existentes entre as variáveis correlacionadas. Os coeficientes das relações transitam entre -1 e +1, sendo que quanto mais próximo a zero mais caracterizada a correlação estatisticamente significativa.

Na Tabela 10 apresentam-se os valores para a correlação de Pearson entre as variáveis elencadas no estudo.

Tabela 10:

Matriz de Correlação para as Variáveis do Estudo

Variável		INTER	IQCA	TAM	PAIS	TEMPO	LISTA	ALAV
INTER	Coef. Sig.	1						
IQCA	Coef. Sig.	0,201 ** 0,000	1					
TAM	Coef. Sig.	-0,088 0,069	0,188 ** 0,000	1				
PAIS	Coef. Sig.	0,248 ** 0,000	0,089 0,066	0,163 ** 0,001	1			
TEMPO	Coef. Sig.	0,104 * 0,033	-0,023 0,629	0,196 ** 0,000	0,337 ** 0,000	1		
LISTA	Coef. Sig.	0,228 ** 0,000	0,248 ** 0,000	-0,013 0,793	-0,045 0,350	-0,148 ** 0,002	1	
ALAV	Coef. Sig.	-0,037 0,448	-0,046 0,345	0,093 0,055	0,140 ** 0,004	-0,002 0,969	-0,169** 0,000	1

Legenda: Variáveis da Matriz de Correlação: INTER – Internacionalização; IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração; TAM é Tamanho ou da empresa medido pelo Ln – Logaritmo natural do ativo total individual da empresa; PAIS é o número de países com os quais a empresa se relaciona; TEMPO é a quantidade de anos que a apresenta desenvolve atividades com o exterior; LISTA são os segmentos de listagem da empresa na B3 e ALAV é a alavancagem. Observações por variável 425 no período compreendido entre 2012-2016. As significâncias entre as variáveis são representadas da seguinte forma: * Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 1%; ** Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 5%; *** relação entre variáveis ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa

A relação entre INTER e IQCA é significativa ao nível de 5% em uma relação positiva, confirmando os estudos de (La Porta, Silanesb, Shleifera & Vishnyc, 2000) que enfatizam que países onde está evidenciada a maior qualidade da governança corporativa,

atraem mais investimentos em razão da proteção legal que oferecem, fomentando o desenvolvimento do mercado financeiro. Correia, Amaral e Louvet, (2011) expõem que a literatura sinaliza que a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce um importante papel no processo de internacionalização de empresas, maiores índices de internacionalização exigem maiores índices de qualidade de governança corporativa.

A relação entre INTER e TAM não é significativa e a relação é negativa, essa relação não confirma os estudos de (Gripsrud, 1990) que argumenta que firmas maiores possuem mais recursos disponíveis e maiores possibilidades de entrar em mercados internacionais mais distantes que exigem esforços adicionais. Assim, podem dispender de um aparato amplo para comprometer recursos pesados para fins de se posicionarem em outros países, estabelecendo relacionamentos profundos com um número cada vez maior de parceiros internacionais (Johanson & Mattsson, 1988).

A relação entre INTER e PAIS é significativa ao nível de 5% em uma relação positiva, confirmando os estudos de (Louter, Ouwerkerk & Bakker, 1991) que defenderam que existem variáveis, relacionadas aos países de destino, para os quais a empresa direciona seus esforços exportadores, que explicam o sucesso das empresas nas operações que levam a internacionalização, o próprio número de países com os quais a empresa desenvolve, suas redes de relacionamento, os aspectos culturais e as estratégias de entrada nos mercados desses países.

A relação entre INTER e TEMP é significativa ao nível de 1% em uma relação positiva, ratificando os estudos de (Cazurra, 2012) que argumenta que as empresas que fazem parte das economias em desenvolvimento estão operando a menos tempo no mercado internacional, esse fato ocorre em função de que os países em desenvolvimento se lançaram no processo de internacionalização mais tarde, quando comparados aos países já considerados desenvolvidos. Por outro lado, a internacionalização das empresas dos países desenvolvidos já ocorre há mais tempo, sendo esta uma vantagem competitiva na análise das medidas de internacionalização.

A relação entre INTER e LISTA é significativa ao nível de 5% em uma relação positiva, esses resultados confirmam os estudos de (Souza, Murcia & Marcon 2011) que analisaram companhias listadas na BM&FBovespa e identificaram a relação positiva existente entre o percentual de capital social estrangeiro proxy para internacionalização, e sua associação com o ao alto índice de governança, capturada através da listagem das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa (NM, N1 e N2) da BM&FBovespa.

A relação entre INTER e ALAV não é significativa estatisticamente em uma relação negativa, ratificando os resultados encontrados por (Stulz, 1990) que sinalizam que a relação é negativa entre alavancagem e investimentos internos e externos, que podem representar um benefício para os acionistas, em função de que as dívidas limitam o poder de escolha dos administradores sobre o uso dos recursos da organização. Kahle e Stulz (2013) destacam os comportamentos diversos nas políticas de financiamento para empresas que captam recursos no sistema bancário, empresas alavancadas e não alavancadas em um momento onde a economia vive um período de crise financeira. Os resultados demonstraram que em períodos de crise, empresas com maior nível de alavancagem tiveram significativa redução nos investimentos quando comparados proporcionalmente com as empresas que não são alavancadas.

4.5 ANÁLISE DO SISTEMA DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS E TESTE DE SIMULTANEIDADE E ENDOGENEIDADE DAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS

O Teste para Endogeneidade verifica se uma das variáveis explicativas do modelo está correlacionada com o erro, todos os fatores da regressão devem ser não correlacionados com as variáveis explicativas. Um modelo de equações simultâneas está alicerçado na elaboração de uma regressão para cada variável previamente definida como endógena, dessa forma, não possibilita que os parâmetros de uma equação eleita para explicar a relação entre as variáveis, sejam calculados individualmente, o modelo de equações simultâneas permite analisar várias equações com o objetivo de determinar estatisticamente, qual variável é explicada e qual pode ser classificada com explicativa (Gujarati, 2006).

O estudo definiu como variável dependente a Internacionalização e variável independente IQCA, além das variáveis de controle. Mas, não é possível teoricamente afirmar que a relação seja efetivamente dessa ordem, apesar de ser a relação esperada, ou seja, a Internacionalização é influenciada pelo IQCA. Dessa forma se faz necessário testar a hipótese da existência da Endogeneidade entre as variáveis dependentes e independentes. A presença de regressores endógenos num modelo de regressão viola o modelo e nesse caso os estimadores de MQO dos parâmetros do modelo de regressão linear serão inconsistentes, ineficientes e caracterizados por viés ou tendência. As variáveis endógenas são determinadas dentro do modelo, enquanto que as variáveis exógenas são capturadas fora do modelo.

Um sistema de equações simultâneas consiste na formulação de um modelo para cada variável endógena, de modo a não permitir que os parâmetros de uma única equação sejam estimados sem considerar as informações obtidas por outras equações do sistema. Quando em um sistema de equações simultâneas a variável dependente está correlacionada com o termo de erro residual da variável independente, se caracteriza uma inconsistência, a variável endógena está, nesse caso, correlacionada com o erro residual, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários não podem ser usados, pois essa relação viola o pressuposto do modelo de que as variáveis independentes se apresentam de forma não correlacionada com o termo de erro residual das demais variáveis (Gujarati, 2006).

Sistema de Equações Simultâneas a partir das equações estruturais:

$$\text{INTER}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_2 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_3 \text{TAM}_{i,t} + \beta_4 \text{GOV}_{i,t} + \beta_5 \text{ALAV}_{i,t} + \text{Resíduo IQCA} \quad (7)$$

$$\text{IQCA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PAIS}_{i,t} + \beta_2 \text{TEMP}_{i,t} + \beta_3 \text{TAM}_{i,t} + \beta_4 \text{GOV}_{i,t} + \beta_5 \text{ALAV}_{i,t} + \text{Resíduo INTER} \quad (8)$$

O processamento da forma reduzida das Equações Estruturais (3) e (4), resulta nas relações entre as variáveis endógenas, regredindo cada variável endógena em função das demais variáveis exógenas, obtendo os valores estimados das variáveis Internacionalização e IQCA e seus respectivos erros residuais, que são salvos e processados, como variáveis exógenas, conforme definição nas Equações Simultâneas (7) e (8). O que se busca é a hipótese nula da não simultaneidade, o coeficiente dos termos de erro residual para INTER e IQCA não significativos (Gujarati, 2006).

O resultado da regressão apresentou para as variáveis erro residual IQCA na equação simultânea (7) um p-valor 0,0765 e erro residual INTER na equação simultânea (8) um p-valor 0,3082, sendo que, um p-valor não significativo, ou seja, maior ou igual a 0,05, não possibilita a confirmação de que estatisticamente há simultaneidade entre as variáveis endógenas. Portanto, não há indício de ocorrência de relacionamento simultâneo entre as variáveis endógenas que se pretendem explicar e as variáveis exógenas que explicam o modelo, dessa forma, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários podem ser operacionalizados e são adequados para a construção e análise dos resultados do estudo.

4.6 ANÁLISE INFERENCIAL

O objetivo desse tópico é apresentar o caminho percorrido pelos dados da pesquisa, na forma das variáveis dependente, independente e de controle, com o objetivo de apresentar as relações e as significâncias estatísticas entre as mesmas, testadas em um modelo de regressão linear múltipla de dados em painel balanceado.

Apresenta-se na Tabela 11, o modelo-base para dar início à inferência estatística, em painel modelo MQO agrupado, com o suporte da ferramenta estatística *Gretl*®, contendo 425 observações distribuídas em 5 unidades de corte transversal (anos) e com comprimento de série temporal igual a 85 (empresas), relacionando 7 variáveis (dependente, independente e de controle), totalizando 2.975 observações e tendo como variável dependente a Internacionalização.

Tabela 11:

Painel de Dados Modelo MQO para Variável Dependente Internacionalização

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	p-valor
Constante	-0,074971	0,057991	0,1968
IQCA	0,271572	0,079571	0,0007 ***
TAMANHO	0,000000	0,000000	0,0003 ***
PAIS	0,001060	0,000212	0,0000 ***
TEMPO	0,000848	0,000459	0,0652 *
LISTAGEM	0,072208	0,016410	0,0000 ***
ALAVANCAGEM	-0,005591	0,021057	0,7919

Legenda: Variável dependente INTER – Internacionalização. Variável Independente IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração. Variáveis de Controle: TAMANHO – porte da empresa medido pelo Ln – Logaritmo natural do ativo total individual da empresa; PAIS – número de países com os quais a empresa se relaciona; TEMPO – quantidade de anos que a apresenta desenvolve atividades com o exterior; LISTAGEM – segmento de listagem da empresa na B3 e ALAVANCAGEM. As significâncias entre as variáveis são representadas da seguinte forma: * Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 1%; ** Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 5%; *** relação entre variáveis ao nível de 10%. (R2 0,584411) (R2 ajustado 0,576222) (Durbin-Watson 1,915214) Zona de Ausência de Autocorrelação.

Fonte: Dados da pesquisa

A partir da geração dos dados em painel modelo MQO agrupado executam-se os diagnósticos do painel que permitem identificar, a partir dos testes de pressupostos e hipóteses de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, qual o modelo mais adequado para o estudo, MQO

agrupado para dados em painel empilhados, ou se existem efeitos fixos ou ainda efeitos aleatórios, em função das características dos dados coletados.

O Teste de Chow define se o modelo mais adequado é MQO agrupado ou efeitos fixos, têm como hipótese nula H_0 : O modelo de regressão MQO para dados agrupados é o mais adequado e tem como hipótese alternativa H_1 : Existem efeitos fixos, se (p-valor for menor que 0,05).

O Teste de Breusch-Pagan aponta se o mais eficiente é MQO agrupado ou efeitos aleatórios, e apresenta como hipótese nula H_0 : O modelo de regressão MQO para dados agrupados é o mais adequado, e hipótese alternativa H_1 : Existem efeitos aleatórios, se (p-valor menor que 0,05).

O Teste de Hausman por sua vez decide entre efeitos fixos ou efeitos aleatórios, nos casos em que os testes de Chow e Breusch-Pagan apontaram cada um para um tipo de efeito, sendo que se tem como hipótese nula H_0 : O modelo de efeitos aleatórios é mais consistente, e a hipótese alternativa H_1 : O modelo de painel com efeitos fixos é mais consistente, se o (p-valor for menor que 0,05). Na Tabela 12 apresentam-se os resultados dos diagnósticos do painel.

Tabela 12:
Diagnósticos do Painel

Teste	Coefficiente	p-valor
Teste de Chow	1,22704	0,298654
Teste de Breusch-Pagan	0,00800	0,928728
Teste de Hausman	4,43770	0,217915

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nas informações da Tabela 12, infere-se que, se o nível de significância do Teste de Chow for menor que 0,05 aceita-se a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos. A significância conjunta da diferenciação das médias de grupo: $F(4, 415) = 1,22704$ com p-valor 0,298654, sendo que um p-valor baixo (menor que 0,05) contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos. Nesse caso o p-valor 0,298654 descartou a utilização de efeitos fixos e apontou para a hipótese nula que define como MQO agrupado o modelo a ser utilizado.

Para o Teste de Breusch-Pagan, caso seu nível de significância seja menor do que 0,05 o ideal será fazer uso do modelo de efeitos aleatórios de acordo com a hipótese alternativa. O

teste apresentou as médias dos resíduos do modelo MQO agrupado para unidades de corte transversal, estatística de teste Breusch-Pagan: $LM = 0,00800057$ com p-valor 0,928728, sendo que um p-valor baixo (menor que 0,05) contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado é o mais adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios. Nesse caso o p-valor 0,928728 descartou a utilização de efeitos aleatórios e apontou para a hipótese nula que define como MQO agrupado como modelo mais apropriado.

O Teste de Hausman, que define entre o modelo de efeitos fixos ou efeitos aleatórios, com p-valor 0,217915 apontou para efeitos aleatórios. Todavia, em função de que os testes de Chow e Breusch-Pagan confirmaram a consistência da utilização do modelo MQO agrupado, optou-se pela utilização desse modelo no estudo.

O teste de normalidade dos resíduos Shapiro-Wilk $W = 0,953983$, com p-valor 0,0003 rejeitou a hipótese nula de que existe distribuição normal, aceitando a hipótese alternativa de que os dados não apresentam distribuição normal. O Teorema do Limite Central (Wooldridge, 2005) aponta que os estimadores do modelo MQO agrupado satisfazem a normalidade assintótica, ou seja, dado que esta pesquisa conta com 2.550 observações, podemos aceitar que elas estão próximas de uma distribuição normal. Quanto à significância da regressão, o Teste F (5,419) com coeficiente 16,53103 e p-valor (F) 0,00006, que parte da premissa de que o erro apresenta distribuição normal, rejeitou a hipótese nula de que os resultados da regressão não são significativos.

O teste de Durbin Watson com valor de 1,915214 insere a amostra em uma zona de ausência de autocorrelação. O Teste de White para heterocedasticidade apresentou coeficiente 99,291347 e p-valor 0,0000, rejeitando a hipótese nula da não existência de heterocedasticidade e aceitando a hipótese alternativa de que os dados não são homocedásticos.

Os procedimentos de análise estatística de dados em painel supõem que estes sejam estacionários, portanto, será necessário normalizar os dados se estes não formam uma série estacionária. Uma série temporal é estacionária quando se desenvolve aleatoriamente em torno de uma média constante e reflete um equilíbrio estável. A maioria das séries podem apresentar formas diversas de não Estacionariedade que são representadas por tendências ou vieses.

Na tabela 13 apresenta-se o resultado do Teste de raiz unitária ADF - Dickey-Fuller aumentado para Estacionariedade do modelo de dados em painel.

Tabela 13:

Teste ADF de Raiz Unitária para Estacionariedade

Variável / Ano	2012	2013	2014	2015	2016
INTER	0,0020	0,0296	0,0205	0,0038	0,0066
IQCA	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0028
TAMANHO	0,0365	0,0172	0,0000	0,0395	0,0431
PAÍS	0,0071	0,0077	0,0325	0,0113	0,0259
TEMPO	0,0155	0,0173	0,0186	0,0086	0,0362
LISTAGEM	0,0449	0,0282	0,0319	0,0069	0,0062
ALAVANCAGEM	0,0193	0,0154	0,0048	0,0112	0,0081

Fonte: Dados da pesquisa

Para testar a Estacionariedade do painel realiza-se o Teste ADF - Dickey-Fuller aumentado. Busca-se a rejeição da hipótese nula de que todos os grupos têm raiz unitária, isso ocorre quando o p-valor do Teste ADF da variável é menor que 0,05, nesse caso, podemos afirmar que a série é estacionária, com nível de significância de 95% ou seja, não está sujeita a ação de tendências que refletem em variações bruscas ao longo da série no tempo.

O painel de dados MQO agrupado para a variável dependente Internacionalização, apresenta para o coeficiente de determinação, medida de ajustamento do modelo estatístico, os resultados de $R^2 = 0,584411$ e R^2 ajustado = 0,576222, valores que evidenciam que a variável dependente Internacionalização pode ser explicada estatisticamente em 57,62% dos casos pelas variáveis regressoras independente e de controle. O valor do R^2 pode ser melhorado com a inclusão de inúmeras variáveis, pois mesmo que tenham pouco poder explicativo sobre a variável dependente, aumentam o valor do coeficiente de determinação. Isto incentiva a inclusão indiscriminada de variáveis, prejudicando o equilíbrio do modelo. Para combater esta tendência, usa-se o R^2 ajustado como uma medida alternativa do coeficiente de determinação, que penaliza a inclusão de regressores pouco explicativos.

A multicolinearidade é um problema comum em regressões, caracterizada quando as variáveis independentes e de controle possuem relações lineares exatas entre si, é medida a partir dos Fatores de Inflacionamento da Variância (*VIF*), a partir dos diagnósticos de colinearidade do Teste de Belsley-Kuh-Welsch. De acordo com a literatura o valor mínimo possível é (um), sendo que valores superiores a (dez) podem indicar um problema de colinearidade. As variáveis da pesquisa apresentaram os seguintes valores para *VIF*: IQCA 1,120; TAMANHO 1,100; PAÍS 1,174; TEMPO 1,191; LISTAGEM 1,120 e

ALAVANCAGEM 1,064. Portanto, os dados coletados não apresentaram problemas de colinearidade e não houve a necessidade de excluir nenhuma variável do estudo.

Em função de que os testes apontaram que os dados da pesquisa são heterocedásticos, aliada a confirmação de que o modelo MQO agrupado é a forma mais adequada para se analisar as variáveis da regressão, apresenta-se na Tabela 14, um novo painel com os dados em modelo MQO agrupado com HAC – erros robustos, como forma de minimizar os efeitos da heterocedasticidade.

Tabela 14:

Painel de Dados Modelo MQO para Variável Dependente: Internacionalização – HAC Erros Robustos

Variável	Coefficiente	Erro-Padrão Robusto	p-valor
Constante	-0,074971	0,032374	0,0815 *
IQCA	0,271572	0,078729	0,0261 **
TAMANHO	0,000000	0,000000	0,0045 ***
PAIS	0,001060	0,000421	0,0658 *
TEMPO	0,000848	0,000482	0,1534
LISTAGEM	0,072208	0,051253	0,2317
ALAVANCAGEM	-0,005559	0,008567	0,5518

Legenda: Variável dependente INTER – Internacionalização. Variável Independente IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração. Variáveis de Controle: TAMANHO – porte da empresa medido pelo Ln – Logaritmo natural do ativo total individual da empresa; PAIS – número de países com os quais a empresa se relaciona; TEMPO – quantidade de anos que a apresenta desenvolve atividades com o exterior; LISTAGEM – segmento de listagem da empresa na B3 e ALAVANCAGEM. As significâncias entre as variáveis são representadas da seguinte forma: * Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 1%; ** Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 5%; *** relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 10%. (R2 0,584411) (R2 ajustado 0,576222) (Durbin-Watson 1,915214). Com estimadores de erros robustos à heterocedasticidade.

Fonte: Dados da pesquisa

Estudos têm utilizado a internacionalização como *proxy* para identificar o desempenho econômico e de mercado das empresas. Nesse sentido, pesquisas recentes utilizaram diferentes medidas de internacionalização para identificar suas associações com a estrutura organizacional (Sullivan, 1994; Ruigrok & Wagner, 2003; Hassel *et al.*, 2003; Honório, 2009), com a divulgação de informações ambientais (Masullo & Lemme, 2009), com o perfil exportador (Santos, Vasconcelos & De Luca, 2013; Platchek & Floriani, 2013; Platchek, Floriani & Borini, 2012), com as práticas de governança corporativa (Souza, Murcia & Marcon, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca, 2013; Santos, Vasconcelos & De Luca, 2015), e com a autonomia estratégica, tática e operacional (Fundação Dom Cabral, 2016).

Os resultados nos permitiram afirmar que estatisticamente a relação entre o índice de qualidade do Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas da amostra é significativa ao nível de 5%, apresentando p-valor 0,0257. Como complemento do nível de significância, o nível de confiança dessa relação é da ordem de 95%, e esse percentual indica os intervalos de confiança que construídos de forma aleatória contêm o resultado do teste de hipótese do estudo, ou seja, o índice de Internacionalização pode ser explicado pelo Índice de Qualidade do Conselho de Administração.

O resultado ratifica os estudos de (Souza, Murcia, Marcon, 2011), que apontaram que a qualidade do Conselho de Administração fundamentada nas melhores práticas de governança corporativa, têm fundamental importância no processo de internacionalização, à medida que contribui para reduzir a percepção do risco por parte dos investidores externos. As atitudes dos administradores também repercutem na decisão da empresa em se lançar no processo de se internacionalizar de forma planejada e racional (Garrido, 2007).

Nessa mesma linha, Sullivan (1994) confirmou a relevância das medidas de internacionalização em três grandes atributos: (1) questões do desempenho financeiro da firma no exterior; (2) estrutura da organização e recursos aplicados no exterior; e (3) em função dos aspectos relacionados as atitudes dos administradores, dos funcionários e parceiros estratégicos, além de elementos culturais e psíquicos que orientam a gestão e que identificam peculiaridades de cada país de acordo com a localização geográfica.

Lien, Piesse, Strange e Filatotchev (2005) comprovaram que as características e competências do Conselho de Administração apresentam relação positiva com o volume de investimentos em outros países. Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) confirmaram os efeitos da qualidade do Conselho de Administração, a partir de características dos conselheiros, sobre as medidas de desempenho financeiro, entre elas a atração de investimentos externos.

Correia, Amaral e Louvet, (2011) sinalizam que a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce importante papel no processo de internacionalização de empresas, maiores índices de internacionalização exigem maiores índices de qualidade de governança corporativa. Há evidências de que países que apresentam boa estrutura de governança, viabilizam a entrada de investimentos estrangeiros e as empresas sediadas nesses países são mais propensas a se internacionalizarem (Globerman & Shapiro, 2002).

A variável de controle quantitativa TAMANHO, medida com base no valor do ativo total individual da empresa, com p-valor 0,0049 foi estatisticamente significativa ao nível de 10%, pode-se afirmar com nível de confiança de 90%, que essa variável contribui para

explicar o índice de internacionalização das empresas, sendo que esta relação positiva atendeu a expectativa do estudo. Para Moura e De Luca (2013) há uma intensa associação que relaciona o índice de internacionalização e o tamanho da empresa, sendo possível verificar que existe uma relação que determina que empresas de grande porte apresentam índices de internacionalização mais elevados em relação às pequenas empresas.

Os resultados confirmaram os estudos de Calof (1994) que constatou que as empresas maiores possuem maior tendência para se internacionalizarem, em função do volume de transações que realizam no mercado, além da experiência que adquirem ao longo do tempo. As empresas maiores detêm os recursos necessários para conquistarem espaços mais abrangentes nas atividades internacionais (Bloodgood, Sapienza & Almeida, 1996).

Os achados dessa pesquisa ratificam o estudo de Reid (1981) que relata que o tamanho da empresa, reflete em menores restrições à exportação, em função da maior disponibilidade de recursos financeiros e humanos. A característica da empresa tamanho, é um fator que determina o sucesso das organizações que experimentam índices de internacionalização diversos (Cavusgil & Kirpalani, 1993).

A variável de controle quantitativa PAÍS, medida pela soma de todos os países com os quais a empresa se relaciona, com p-valor 0,0633 é estatisticamente significativa ao nível de 1%, pode-se afirmar com nível de confiança de 99%, que essa variável contribui para explicar o índice de internacionalização da empresa, sendo que esta relação positiva atendeu a expectativa do estudo. Empresas internacionalizadas encontram facilidades para conquistar fatias em novos mercados consumidores de outros países (Andrade & Galino, 2013).

Esses resultados também confirmaram os estudos de Louter, Ouwerkerk e Bakker (1991) que defenderam que variáveis relacionadas ao número de países com os quais a empresa desenvolve rede de relacionamentos, afetam o índice de internacionalização. Países onde está evidenciada a maior qualidade da governança corporativa, atraem mais investimentos em razão da proteção legal que oferecem (La Porta, Silanesb, Shleifera & Vishnyc 2000). Ietto-Gillies (2013) também estudou o processo de internacionalização e concluiu que o número de países onde a empresa atua determina a concentração das atividades da empresa em países específicos, gerando vantagens competitivas. Johanson e Vahlne (2009) defenderam que o número de países com os quais a empresa mantém negócios está positivamente relacionado com as possibilidades de internacionalização.

A variável de controle quantitativa TEMPO, medida pelo número de anos nos quais a empresa é internacionalizada, com p-valor 0,1414 não é estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas. Moura e De Luca (2013) observaram que o baixo índice de internacionalização das companhias brasileiras está diretamente relacionado com a tardia internacionalização da economia brasileira.

Este estudo não confirmou os resultados de (Johanson & Vahlne, 1977; Johanson & Mattsson, 1988; Honório, 2009; Cazorra, 2012), que argumentam que o índice de internacionalização está relacionado à experiência internacional e a vantagem competitiva caracterizada pelo tempo que a organização mantém negócios no exterior.

A variável de controle qualitativa LISTAGEM na B3, que foi capturada pelo segmento de listagem da empresa na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão), com p-valor 0,2319 não se apresentou estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas. Esse resultado não confirma os achados de (Globerman & Shapiro, 2002; Correia, Amaral & Louvet, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca 2013; Domingues & Muritiba, 2016).

A variável quantitativa ALAVANCAGEM que constitui a razão entre o numerador formado pela soma do capital de terceiros, e apresenta em seu denominador o valor contábil do ativo total, com p-valor 0,5518 não é estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas.

Os achados não confirmaram os estudos de Black, Jang e Kim (2006) que sugerem que organizações com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas pelos investidores a conquistar excelência em Governança. Para Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) existe uma relação positiva entre alavancagem e nível de Governança Corporativa. Aivazian, Ge e Qiu (2005) evidenciaram relação positiva entre alavancagem e investimentos, empresas com maiores investimentos internos e externos, também são as que utilizam capitais de terceiros em maior proporção, e dessa forma se beneficiam com a utilização otimizada da ferramenta da alavancagem financeira. Assaf Neto (2009) argumenta que a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas é pertinente em função do efeito da alavancagem financeira que capta de um lado recursos de terceiros a um custo pré-determinado, e aplica na outra ponta, nos ativos.

De outro lado os achados confirmaram os estudos de Lang, Ofek e Stulz (1996) o montante das dívidas da empresa indica maior índice de alavancagem e acarreta dificuldades mais elevadas em obtenção de crédito, uma relação negativa evidencia que em empresas com maiores dívidas proporcionais em sua estrutura de capital tendem a ter menores níveis de investimento

interno e externo. Myers (2001) o alto grau de alavancagem pode levar a empresa a abandonar projetos de longo prazo em função da incerteza gerada pelas pressões financeiras das dívidas com terceiros. Stulz (1990) a relação negativa entre alavancagem e investimentos internos e externos, pode representar um benefício para os acionistas, em função de que as dívidas limitam o poder de escolha dos administradores sobre o uso dos recursos da organização. Kahle e Stulz (2013) os comportamentos diversos nas políticas de financiamento para empresas que captam recursos de terceiros em períodos de crise, empresas com maior nível de alavancagem tiveram significativa redução nos investimentos internos e externos quando comparados proporcionalmente com as empresas que não são alavancadas.

Na Tabela 15 apresentam-se as inferências estatísticas sobre a Internacionalização por setores:

Tabela 15:

Painel de Dados Modelo MQO para Variável Dependente: Internacionalização – Erros Robustos - Setores

Variável	Coefficiente	Erro-Padrão Robusto	p-valor
Constante	-0,077686	0,030644	0,0643 *
IQCA	0,288019	0,071626	0,0158 ***
TAMANHO	0,000000	0,000000	0,0019 ***
PAIS	0,001023	0,000401	0,0632 *
TEMPO	0,001036	0,000410	0,0648 *
LISTAGEM	0,074623	0,048150	0,1961
ALAVANCAGEM	-0,004563	0,012217	0,7277
Bens Industriais	-0,045121	0,013199	0,0268 **
Cíclico	0,131583	0,048957	0,0196 **
Não Cíclico	0,298661	0,044750	0,0026 **
Materiais	0,222961	0,038585	0,0045 ***
Financeiro	-0,096333	0,069483	0,2379
Petróleo e Gás	-0,071087	0,055850	0,2720
Outros	-0,206813	0,024812	0,0011 ***

Legenda: Variável dependente INTER – Internacionalização. Variável Independente IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração. Variáveis de Controle: TAMANHO – porte da empresa medido pelo Ln – Logaritmo natural do ativo total individual da empresa; PAIS – número de países com os quais a empresa se relaciona; TEMPO – quantidade de anos que a apresenta desenvolve atividades com o exterior; LISTAGEM – segmento de listagem da empresa na B3 e ALAVANCAGEM. Variáveis de Controle SETORES para: Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos, Financeiro, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Outros Setores. As significâncias entre as variáveis são representadas da seguinte forma: * Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 1%; ** Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 5%; *** relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 10%. (R2 0,610530) (R2 ajustado 0,601875) (Durbin-Watson 1,822592). Com estimadores de erros robustos à heterocedasticidade.

Fonte: Dados da pesquisa

Analisou-se em um painel complementar os setores econômicos, como variável de controle qualitativa, que foram capturados pela coleta de dados e sua relação com a variável dependente Internacionalização e a variável independente IQCA. Vale ressaltar que todos dos setores da B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) estão representados no estudo.

Dos sete setores analisados no estudo, apenas dois: Setor Financeiro e Setor Petróleo e gás, não apresentaram significância estatística. Em relação aos demais, os resultados nos permitem afirmar que estatisticamente a relação entre o setor ao qual a empresa pertence e o índice de internacionalização das empresas da amostra é significativa ao nível de 5% para o Setor de Bens Industriais (p-valor 0,0167) e Materiais Básicos (p-valor 0,0183); para o Setor de Consumo Cíclico (p-valor 0,0068) e Consumo não Cíclico (p-valor 0,0027) o nível de significância é de 10%; o Setor Outros, que no estudo englobou os Setores de Tecnologia da Informação, Telecomunicações, Saúde e Utilidade Pública, apresentou (p-valor 0,0652) com significância ao nível de 1%.

O estudo confirmou que a variável dependente Internacionalização, pode ser explicada pelo Índice de Qualidade do Conselho de Administração e pelas variáveis de controle número de países e tamanho da empresa. Por outro lado, as variáveis tempo de internacionalização e segmentos diferenciados de listagem na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) não se mostraram estatisticamente significantes para explicar o índice de internacionalização de empresas brasileiras de capital aberto.

5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Nesse capítulo apresentam-se as conclusões do estudo, as limitações que permearam a pesquisa e as sugestões que podem determinar a construção de futuros trabalhos e o desenvolvimento do tema.

5.1 CONCLUSÕES

A decisão de se internacionalizar envolve empresas de estruturas corporativas diversas e países com características culturais distintas, é um fenômeno alicerçado nos relacionamentos com clientes e fornecedores de países diferentes, viabilizando a produção e distribuição mundial de seus bens e serviços. Toda essa complexidade é caracterizada pelas ligações que a organização desenvolve com o mercado, incorporando à sua estrutura a ideia de negócio globalizado, exposto às turbulências desse cenário, movimentando engrenagens de um mecanismo de renovação constante das ameaças e oportunidades.

A separação das funções de proprietário do capital e de administrador do negócio, papéis defendidos na Teoria da Firma, em função da complexidade das operações envolvidas, passou a exigir profissionais mais especializados para gestão. Nessa relação, emergem problemas relacionados às adequações das decisões tomadas pelos administradores e as exigências dos proprietários, a fim de equacionar conflitos de interesses e custos de monitoramento, elementos estudados na Teoria da Agência. A Teoria da Agência aponta dificuldade em monitorar as escolhas que permeiam as relações entre o agente e o principal, a partir de problemas decorrentes da separação da propriedade e controle, administradores e proprietários defendem interesses conflitantes.

Os Conselhos de Administração representam uma solução de mercado que ameniza os problemas de agência das organizações, decorrentes da complexidade e do caráter defeituoso e incompleto dos contratos. A constituição do Conselho de Administração eficaz, com a adoção das melhores práticas de governança corporativa, em diferentes áreas da administração, contribui para a prosperidade do negócio. Delimitar o papel do Conselho de Administração tem por objetivo estabelecer uma ponte entre os direitos dos sócios

proprietários, dos acionistas e dos administradores responsáveis pela gestão, buscando a manutenção e maximização dos interesses. As características e atribuições do Conselho de Administração estão alicerçadas nas melhores práticas de governança corporativa, nas regulamentações que denotam maior credibilidade à gestão e fomentam o desenvolvimento da responsabilidade compartilhada, multiplicando a transparência e a divulgação das informações.

O Conselho de Administração, como principal órgão no sistema de governança corporativa, não pode ser entendido apenas como um produto de regulação para as sociedades de capital. Nesse aspecto, o Conselho de Administração, delibera sobre a continuidade da empresa e se torna uma exigência de mercado. Concomitantemente, a internacionalização proporciona oportunidades de negócios e impõe novos desafios às empresas, se constituindo em importante estratégia para a sobrevivência no mercado e a busca de oportunidades de crescimento e expansão para o exterior. Dessa forma, os aspectos organizacionais e estratégicos influenciam no índice de internacionalização de empresas brasileiras.

Nesse contexto a preocupação que norteou o estudo foi identificar se **a Qualidade do Conselho de Administração possui relação com a internacionalização de companhias brasileiras**. Utilizando o índice de internacionalização elaborado desde 1990 pela *UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development* para as dimensões: (i) investimentos diretos, observado a partir da análise dos ativos da empresa no exterior; (ii) mercado consumidor, capturado a partir do volume de receitas no exterior; (iii) capital humano, resultante da proporção de funcionários no exterior e o índice elaborado pelos autores para mapear a Qualidade do Conselho de Administração, chegou-se aos seguintes resultados: (1) O Alfa de *Cronbach* médio para os dados coletados do IQCA foi de 0,85036 indicando que há uma boa consistência interna do instrumento; (2) as inferências estatísticas confirmaram a hipótese do estudo de que o índice de Internacionalização pode ser explicado pelo Índice de Qualidade do Conselho de Administração, com significância de 5% e nível de confiança da ordem de 95%; (3) as variáveis tamanho e país também possuem força para explicar a internacionalização, de outro lado as variáveis tempo e listagem, estatisticamente não são capazes de explicar o índice de internacionalização; (4) o crescimento do IQCA permite identificar a crescente preocupação das empresas no caminho das melhores práticas de governança; (5) Todos os setores da B3 estão representados no estudo, reforçando a relevância da internacionalização e da qualidade do Conselho de Administração nas organizações; (6) O estudo contribui para a discussão dos mecanismos internos de

Governança Corporativa, representados aqui pela busca da excelência na atuação dos Conselhos de Administração, que colaboram para a amplitude das discussões dessa temática, em função de que a crescente participação no mercado investidor têm exigido maior segurança para o capital, na medida em que incorpora novos aportes de investimentos internos e externos que abrem novos caminhos para internacionalização das empresas.

Os resultados alcançados ratificam os estudos que utilizaram diferentes medidas de internacionalização para identificar suas associações com a estrutura organizacional e as melhores práticas de governança corporativa na empresa (Sullivan, 1994; Globerman & Shapiro, 2002; Bird, Buchanan & Rogers 2004; Lien, Piesse, Strange & Filatotchev, 2005; Adjaoud, Zeghal & Andaleeb 2007; Garrido, 2007; Souza, Murcia & Marcon, 2011; Correia, Amaral & Louvet 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca, 2013; Santos, Vasconcelos & De Luca, 2015; Domingues & Muritiba 2016), que apresentaram evidências de que a excelência da estrutura de governança, viabiliza investimentos e pode alicerçar a construção de empresas mais propensas a se lançarem à novos mercados via internacionalização.

Em termos perceptivos, os resultados alcançados evidenciam que empresas que apresentam melhores índices de Qualidade do Conselho de Administração estão mais aptas a atuarem em outros países, em função da influência positiva que as ações de melhores práticas de governança corporativa, aqui representadas pela qualidade do conselho de administração, refletem na redução dos custos associados à internacionalização, na abertura de novos mercados e na atração de novos investidores.

Em relação as contribuições do trabalho, pode-se citar a sinalização para o mercado de que a excelência do Conselho de Administração, em função da ilibada conduta pessoal de seus membros, aliada às características empresariais e profissionais, indica aos investidores que a empresa pretende continuar investindo na produção de bens e serviços de qualidade diferenciada, agregando valor às ações e maximizando o valor da empresa. Também contribui para evidenciar que a transparência e as melhores práticas de governança, possibilitem que mensagens transmitidas pelas percepções do mercado em relação a companhia e seus administradores, em caminho de mão dupla, sejam recebidas e compreendidas.

O estudo contribui para preencher uma lacuna provocada pela escassez de estudos no Brasil. A relevância do estudo se fundamenta no destaque para empresas, que cada vez mais, adotam parâmetros na eleição de seus conselheiros, alicerçados nas características pessoais e experiências profissionais com vistas à Internacionalização dos negócios. Como contribuição teórica o estudo demonstra a relação entre Qualidade do Conselho de Administração e a

internacionalização no Brasil. O estudo viabilizou a Identificação de 105 empresas de capital aberto com país sede Brasil que são internacionalizadas, e apontou nominalmente 85 organizações elencadas na amostra em um painel de dados balanceado, representando todos os setores da economia. Não excluiu as empresas financeiras, que hoje são exemplo da caminhada com sucesso no sentido da internacionalização, em função das características do negócio, com plataformas eletrônicas e digitais espalhadas pelo mundo, que não exigem a instalação de plantas industriais, com a contratação de altos contingentes de trabalhadores.

Para mensurar o índice de internacionalização o estudo utilizou a metodologia *UNCTAD*, órgão permanente da ONU que promove a integração entre os países em desenvolvimento, maximizando oportunidades e investimentos, contribuindo para a integração da economia. A *UNCTAD* trabalha em conjunto com os governos e interage com organizações internacionais, governamentais e do setor privado, esse índice é utilizado por universidades, Banco Mundial e FMI, no Brasil alicerça os estudos da renomada Fundação Dom Cabral. O índice é adequado para realizar comparações entre empresas de setores diferentes e em países distintos em função da amplitude das informações que o índice agrega.

O estudo inovou metodologicamente ao capturar o índice de qualidade do Conselho de Administração com uma métrica de 40 itens divididos nas categorias: estrutura; composição; característica e processo. O alfa de *Cronbach*, foi apresentado detalhadamente por categoria e por ano para validação do instrumento. Como contribuição empresarial o estudo demonstra o potencial do Conselho de Administração para influenciar na internacionalização, essa relação eleva o valor de mercado das empresas via atração de novos investimentos. O estudo inovou ao conduzir o Conselho de Administração ao patamar de importância que ele representa no mundo corporativo, como principal órgão da governança, que delibera sobre a continuidade da empresa e não deve ser tratado apenas como um órgão interno do sistema de governança.

O estudo é singular ao propor e estabelecer a relação entre dois assuntos tão em alta na sociedade atual, o Conselho de Administração e a Internacionalização, em função das demandas por transparência e a globalização mundial. O estudo contribui socialmente ao destacar a importância do Conselho de Administração na internacionalização, aproximando agentes econômicos e promovendo o desenvolvimento. A Internacionalização e as competências dos Conselheiros estão profundamente ligadas, desempenhando um papel estratégico na reformulação da gestão, alicerçada nas competências individuais e alinhamento com os valores e missão da organização. A internacionalização proporciona oportunidades e impõe desafios, se constituindo em estratégia de mercado e da expansão internacional.

5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

As dimensões e os três indicadores utilizados pela metodologia *UNCTAD*, apesar de permitirem uma classificação das empresas com transações além das fronteiras de seus países e possibilitarem a comparação de organizações de países com economias distintas, não são suficientes para analisar a evolução de uma empresa durante o processo de internacionalização, porque o índice mede indicadores para empresas já internacionalizadas.

Vale ressaltar que o presente estudo considerou apenas empresas que já possuem um certo índice de internacionalização, não sendo levados em consideração empresas que ainda estão desenvolvendo atividades com a finalidade de se tornarem internacionalizadas. Dessa forma, se caracteriza como uma limitação da pesquisa não estudar empresas que estão em processo de internacionalização. A subjetividade na seleção dos itens da métrica para qualidade do conselho de administração, com base nas melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015) constitui uma limitação do presente trabalho.

Em função de que a maioria dos estudos realizados até o momento partem de processos de internacionalização de grandes empresas, e que em razão de alterações da realidade econômica mundial, onde as pequenas e médias empresas ganharam grande importância, verifica-se que não existem na literatura medidas que expliquem a internacionalização aplicáveis a empresas de capital fechado e para pequenas e médias empresas, mesmo porque o acesso aos dados dessas empresas não é público.

5.3 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

A construção deste trabalho produziu inquietações que se materializam na forma de propostas para pesquisas futuras. Como sugestão para o desenvolvimento do tema citamos a ponderação do índice de internacionalização com a adoção de pesos para as dimensões: mercado, recursos humanos e investimentos, utilizando equações estruturais, além da inserção de novas dimensões, viabilizando a construção de um índice Brasil, que atenda às peculiaridades das nossas empresas e do mercado brasileiro. De outro lado o Índice de Qualidade do Conselho de Administração também pode ser ampliado e melhor avaliado com a identificação de pesos para cada categoria da métrica.

REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., Zeghal, D. & Andaleeb, S. (2007). The effect of board's quality on performance: A study of Canadian firms, *Corporate Governance: An International Review*, vol.15, pp 623-635.
- Adkins, L. C. (2016). Professor of Economics Oklahoma State University. Using Gretl for principles of econometrics. 4th Edition, Versios 1.041, 2014. Disponível em: <http://www.learneconometrics.com/gretl/ebook.pdf>. Acesso em: setembro 2016.
- Ahmad, S. Z. & Kitchen, P. J. (2008). Transnational corporations from Asian developing countries: the internationalization characteristics and business strategies Darby Berhad. *International Journal Business Science & Applied Management*, v.3, n.2, p.21-36.
- Aivazian, V. A.; Ge, Y. & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, v. 11, n. 1-2, p. 277-291.
- Albuja, C. D., Garcia, F. G., Moreiras, L. M. F. & Tambosi Filho, E. (2011). Onde investir nos BRICs? Uma análise sob o prisma da organização industrial. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, São Paulo, v. 51, n. 4, p. 349-369.
- Alchian, A.A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review* v. 62, n. 5, p. 777-795.
- Alem, A. C. & Cavalcanti, C. E. (2005). O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras: Algumas Reflexões. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 43-76.
- Amatucci, M. & Avrichir, I. (2008). Teorias de Negócios Internacionais e a Entrada de Multinacionais no Brasil de 1850 a 2007. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 10, n. 28, p. 234-248.
- Andersen, O. (1997). Internationalization and New Market Entry: A review of theories and concepts. *Management International Review*, v.37, p.27-42.
- Andrade, A. M. F. & Galina, S. V. R. (2013). Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *RAC (Revista de Administração Contemporânea)*, v. 17, p. 239-262.

- Assaf Neto, A. (2009). *Finanças corporativas e valor*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 744 p.
- Babbie, E. (2005). *Métodos de pesquisas de survey*. Belo Horizonte: (tradução) UFMG, 276p.
- Banco Mundial - World Bank Group. (2015). Recuperado em 19 setembro, 2017, de <http://www.worldbank.org/pt/country/brazil>
- Barroso, C., Villegas, M. M. & Calero, L. P. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, v. 19, n. 4, p. 351-367.
- Berle, A. & Means, G. A. (1988). *Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Ed. Brasileira: ed. Nova Cultural, São Paulo, Coleção Economistas.
- Bielgelman, M.T. (2008). *Building a class compliance program*, Hoboken, NJ: John Wiley.
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16: 128–135.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*.
- Bloodgood, J. M., Sapienza, H. J. & Almeida, J. G. (1996). The internationalization of new high-potential US ventures: antecedents and outcomes. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, v. 20, n. 4, p. 61-76.
- BNDES - O banco nacional do desenvolvimento. (2005). Brasília, DF. Recuperado em 18 abril, 2017, de <http://www.bndes.gov.br/>
- Buckley, P. J. & Casson, M. C. (1979). *The future of the multinational enterprise*. London: Macmillan.
- Buckley, J. P. & Casson, M. C. (2009). The internalisation theory of the multinational enterprise: A review of the progress of a research agenda after 30 years. *Journal of International Business studies*, 40, p. 1563-1580.
- Calof, J. L. (1994). The relationship between firm size and export behavior revisited. *Journal of International Business Studies*, v. 25, n. 2, p. 367-387.

- Carneiro, J. M. T. (2007). Desempenho de exportação de empresas brasileiras: uma abordagem integrada. Tese Doutorado em Administração. Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Rio de Janeiro.
- Carvalho-da-Silva, A. & Leal, R. P. C. (2005). Ownership, Control Valuation and Performance of Brazilian Corporation. *Virtus Enterpress*, 4 (1), 300-308.
- Cavusgil, S. T. & Kirpalani, V. (1993). Introducing products into export markets: success factors. *Journal of Business Research*, v.27, p.1-15.
- Cazurra, A. C. (2012). Extending theory by analyzing developing country multinational companies: solving the goldilocks debate. *Global Strategy Journal*, v. 2, p. 153-167.
- CEPAL/AL INVEST. (2013). Como melhorar a competitividade das Pequenas e Médias Empresas na Europa, América latina e Santiago de Chile: Nações Unidas.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm, v.4. p. 386-405. *Journal of Law and Economics*.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost, v.3. p. 1-44. *Journal of Law and Economics*.
- Cohen, L., Felson, M. (1980), Property crime rates in the United States: a macrodynamic analysis, 1947-1977. *American Journal of Sociology*, 86, (1), 90-119.
- Coimbra, M. A. & Manzi, V. A. (2010). Organizadores. Manual de compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações. São Paulo: Atlas.
- Cooper, D. R. & Sshindler, P. S. (2003). Métodos de Pesquisa em Administração. 7ª edição. Porto Alegre: Bookman.
- Correia, L. F., Amaral, H. F. & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, v. 22, n. 55, p. 45-63, Janeiro-Abril. 19p.
- Coriat, B. & Dosi, G. (1998). Learning How to Govern and Learning How To Solve Problems: on the Co-Evolution of Competences, Conflicts and Organizational Routines, in Chandler, Jr; Hagstrom, P.; Solvell, O. *The Dynamic Firm*, Oxford: Oxford University Press.

- Coriat, B. & Weinstein, O. (1995). Les nouvelles théories de l'entreprise, Le livre de poche, Librairie Générale Française, Paris.
- Coriat, B. & Weinstein, O. (1999). Firms and Institutions in the Innovation Generation. Towards a Theory of Corporate Systems of Innovation. Paper prepared for the Druid Conference on National Innovation Systems, Industrial Dynamics, and Innovation Policy, Rebild, Denmark, p. 9-12.
- Coriat, B. & Weinstein O. (2010). Les théories de la firme entre contrats et compétences, Revue d'Economie Industrielle, n° spécial pour les 30 ans de la Rei.
- Deutsch, Y. (2005). The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review. *Journal of Management*, 31: 424–444.
- CVM 480/09 - OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº02/2016. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas - Formulário de Referência.
- Dalla Costa, A. J. & Souza Santos, E. R. M. (2011). Estratégias e Negócios das Empresas diante da Internacionalização. Curitiba: Ibpx.
- Domingues, L. M., Muritiba, P. M. & Muritiba, S. N. (2016). Boa Governança Corporativa em Micro e Pequenas Empresas Leva à Internacionalização? *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. Vol. 14 – Nº 3 – set/dez.
- Dosi G. (1992). Industrial organization, Competitiveness and Growth, Revue d'Economie Industrielle.
- Dosi, G. & Marengo, L. (1994). Some elements of an evolutionary Theory of Corporate Competences, in R.W. England (ed.), *Evolutionary Concepts in Contemporary Economics*, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Dosi, G., Freeman, C. & Fabiani, S. (1994). The process of economic development. Introducing some stylized facts and theories on Technologies, firms and institutions, industrial and Corporate Change (b).
- Dunning J.H. (1980). Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach, 119, pp. 30-64.
- Dunning, J. H. (1988). Explaining international production. Londres: Unwin Hyman.

- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, vol. 9.
- Enache, L., Parbonetti, A. & Srivastava, A. (2015). Are all independent directors created equal? Do their professional backgrounds influence firms' financial disclosures?
- Fama, E. & Jensen, M. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v.26, p. 301-325.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, v.26, p. 327-349.
- FDC – Fundação Dom Cabral. Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras. (2015). A Capacidade de Adaptação Cultural das Empresa Brasileiras pelo Mundo. Co-Fundador & Presidente da Diretoria Estatutária Professor Emerson de Almeida 10ª Edição.
- FDC – Fundação Dom Cabral. Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras. (2016). Co-Fundador e Presidente da Diretoria Estatutária Prof. Emerson de Almeida 11ª Edição.
- FMI - Fundo Monetário Internacional. (2015). Ministério das Relações Exteriores. Recuperado em 16 agosto de 2017, de <http://www.itamaraty.gov.br/pt-BR/politica>.
- Forte, S. H. A., Moreira, M. Z. & Moura, H. J. (2005). Competitividade internacional baseada em recursos, estudo do processo de internacionalização das maiores empresas exportadoras do setor calçadista brasileiro. Salvador/BA.
- Glaum, Martin. (1996). *Internationalisierung und Unternehmenserfolg*, Wiesbaden, Gabler.
- Globerman, S. & Shapiro, D. (2002). Global foreign direct investment flows: the role of governance infrastructure. *World Development*, v. 30, n. 11, p. 1899-1919.
- Gripsrud, G. (1990). The determinants of export decisions and attitudes to a distant market: Norwegian fishery exports to Japan. *Journal of International Business Studies*, v. 21, n. 3, p. 469-485.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2006). *Econometria básica*. 5. ed. Dados eletrônicos: AMGH.

- Hassel, A., Hopner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B. & Zugehor, R. (2003). Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies*, 40(3), pp. 701-720.
- Helin, S. & Sandstrom, J. (2007). An inquiry into the study of corporate codes of ethics. *Journal of Business Ethics*, 75(3):253-271.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review of the Federal Reserv Bank of New York*, v.9, n.1, p. 7 - 36.
- Hodgson, G. M. (1998). The approach of Institutional Economics. *Journal of Economic Literature*. Volume 36, Issue 1 p 166-192.
- Honório, L. C. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, v. 49, n. 2, p. 162-175.
- Hymer, S. (1960). The international operations of national firms: a study of direct foreign investment. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology. Press Doctoral dissertation, MIT.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). Código das melhores práticas de governança corporativa. 4ª edição, 73 p. São Paulo.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. 5ª edição, 103 p. São Paulo.
- IBRI - Relações com investidores. (2007). Guia IBRI-Bovespa de Relações com Investidores 10 anos. Recuperado em 18 abril, 2017, de www.site.wwww.ibri.com.br
- IBRI - Relações com investidores. (2013). Novo Guia IBRI-Bovespa de Relações com Investidores. Recuperado em 18 abril, 2017, de www.site.wwww.ibri.com.br
- Ietto-Gillies, G. (2013). Transnational Corporations and International Production. The Theory of the Transnational Corporation at 50+. UK and Northampton, MA, USA.
- Itani, A. F. (1995). Transportes, globalização e as questões da qualidade e produtividade. *Revista dos Transportes Públicos*, v. 8, n. 4, p. 19-31.

- Jensen, M. C. & Meckling, W.H. (1986). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, V.3, N.4, pp.305- 360.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, p. 831 - 880.
- Jensen, M. C. & Meckling, W.H. (1994). The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, n.2, p. 4-19.
- Johansson, E. & Carey, P. (2016). Detecting fraud: The role of the anonymous reporting channel. *Journal of Business Ethics*, 139(2), 391-409.
- Johanson, J. & Mattsson, L. G. (1988). Internationalization in Industrial Systems: a network approach. In: Hood, N; Vahlne, J. E. *Strategies in global competition*. London: Croom Helm.
- Johanson, J. & Vahlne, J. E. (1977). The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign Market commitments. *Journal of International Business Studies*, v. 8, n. 1, p. 23-32.
- Johanson, J. & Vahlne, J. (1990). The Internationalization processes the firm: a model of knowledge development and increasing Market commitment. *Journal of International Business Studies*, 8(1), p.23-32.
- Johanson, J. & Vahlne, J. (2009). *Internationell företagsekonomi*. Stockholm: Norstedts, the Uppsala internationalization process model revisited: from liability of foreignness to liability of outsidership. *Journal of International Business Studies*, v.40, p. 1411-31.
- Kahle, K. M. & Stulz, R. M. (2013). Access to capital, investment, and financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 110, n. 2, p. 280-299.
- Kogut, B. & Zander, U. (1993). Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation. *Journal of International Business Studies*, v. 24, n. 4, p. 625-645.
- Lang, L.; Ofeck, E. & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 40, n. 1, p. 3-29.
- La Porta, R., Silanesb, F. L., Shleifera, A. & Vishnyc, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, n. 58, p. 1-37.

- Lei n. 6404/76, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Lei das sociedades por ações. Brasília, DF. Recuperado em 18 abril, 2017, de www.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6404.html.
- Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. (2007). Lei que altera e revoga os artigos 176 a 179, 181 a 184, 187, 188, 197, 199, 226 e 248 e dispositivos da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações). Brasília, DF. Recuperado em 18 abril, 2017, de www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm
- Leksell, L. & Lindgren, U. (1982). The board of directors in foreign subsidiaries. *Journal of International Business Studies* 13, p. 27.
- Libby, R., Bloomfield, R. & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810.
- Lien, Y. C., Piesse, J., Strange, R. & Filatotchev, I. (2005). The role of corporate governance in FDI decisions: evidence from Taiwan. *International Business Review*, v. 14, n. 6, p. 739-763.
- Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48 (1), 59-77.
- Lippert, R. L. & Rahman, M. (1999). Multinationality, CEO compensation, and corporate governance: Some empirical evidence. *Managerial Finance*; p. 25.
- Louter, P., Ouwerkerk, C. & Bakker, B. A. (1991). An Inquiry into Successful Exporting. *European Journal of Marketing*, vol.25, n.6, p.7-23.
- Mahoney, W. F. (1997). *Relações com Investidores*, IMF Editora.
- Mahoney, W. F. (2003). *Relações com investidores: o guia dos profissionais para marketing financeiro e comunicação*. Rio de Janeiro: IMF Editora.
- Mahoney, W. F. (2003). A consolidação das relações com investidores como função estratégica: a evolução da RI nos últimos 5 anos. *Revista RI*, IMF Editora, n. 60-a.
- Mahoney, W. F. (2007). *Manual das Relações com Investidores*: São Paulo: IMF Editora.

- Maia, A. B. G. R., Vasconcelos, A. C. & De Luca, M. M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(2), pp. 40-60.
- Marx, K. (1890). O capital: Crítica da economia política. Livro 1: O processo de produção do capital. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Masullo, D. G. & Lemme, C. F. (2009). Um exame da relação entre o nível de internacionalização e a comunicação ambiental nas grandes empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), pp. 557-580.
- MDIC - Ministério do Desenvolvimento da Indústria e do Comércio Exterior. Brasília, Termo de Referência: Internacionalização de Empresas Brasileiras. Brasília/DF, 2015. DF. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>> Acesso Setembro / 2016.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v. 15, n. 2, p. 81-102.
- Oxelheim, L. & Randoy, T. (2003). The Impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369-2392.
- Platchek, R. B., Floriani, D. E. & Borini, F. M. (2012). A influência do grau de internacionalização no desempenho das empresas têxteis. *Revista Gestão Organizacional*, 5(1), pp. 70-81.
- Platchek, R. B., & Floriani, D. E. (2013). O Posicionamento Internacional Das Empresas Têxteis Catarinenses: Uma Análise Qualitativa. *Revista Ibero-Americana de Estratégia - RIAE*, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 42-68.
- Raelin, J. A.; Coghlan, D. (2006). Learning and action research developing managers as learners and researchers: using action. *Journal Management Education*. v. 30, n. 5, p. 670-689.
- Reid, S. (1981). The Decision Maker and Export Entry and Expansion, *Journal of International Business Studies*, vol.12, fall, p. 101-112.
- Ricupero, R & Barreto, F. M. (2007). A importância do investimento direto estrangeiro do Brasil no exterior para o desenvolvimento sócio econômico do país. In: Almeida, A. (Org.). *Internacionalização de empresas brasileiras: perspectivas e riscos*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Rivas, J. L., Hamori, M., & Mayo, M. (2009). Board composition and firm internationalization. *Academy of Management Proceedings*: 1–6.
- Ross, Stephen A. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, v. 63, issue nr.2, papers and proceedings the 85th annual meeting of the American economic association. p. 134-139.
- Ruigrok, W. & Wagner, H. (2003). Internationalization and performance: an organizational learning perspective. *Management International Review*, 43, pp. 63-83.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F. & Lucio, P. B. (2006). *Metodologia de Pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.
- Sanders, W. G. & Carpenter, M.A. (1998). Internationalization and firm governance: the roles of CEO compensation, top team composition and board structure. *Academy of Management Journal* 41, v. 2, p. 158.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C. & De Luca, M. M. M. (2013). Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. *Revista de Administração e Inovação – RAI*, 10(1), pp. 198-211.
- Santos, J.G.C., Vasconcelos, A.C. & De Luca, M.M.M. (2015). Internacionalização De Empresas E Governança Corporativa: Uma Análise Das Maiores Companhias Abertas Do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting* ISSN 1983-8611 São Paulo v.8, n.3 p. 300 - 319.
- Schumpeter, J. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. Londres: Allen & Unwin.
- Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations. Foundations for organizational science*. London: A Sage Publication Series.
- Silva, E., Santos, J.F. & Almeida, M.A. (2011). Board of Directors: an analysis of the impact in debt levels. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios* (Brazilian Journal of Business Management).
- Silva, Edson Cordeiro. (2012). *Relação com Investidores (RI) e governança corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas.
- Singh, M. & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: French corporations. *Journal Multinational Financial Management*, 153- 169.

- Smith, Adam. (1996). *A Riqueza das Nações. Os Economistas - Investigação Sobre sua Natureza e suas Causas*. Editora Nova Cultural Ltda. Volume I e II. Círculo do Livro Ltda. Edição.
- Souza, F. C., Murcia, F. D. & Marcon, R. (2011). Bonding Hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e governança*, 14(2), pp. 62-81.
- Spence, M. & Zeckhauser, R. (1971). Insurance, Information and Individual Action, *American Economic Review* v. 61, p. 380-387.
- Stevens, B. (2008). Corporate ethical codes: effective instruments for influencing behavior. *Journal of Business Ethics*, 78(4):601-609.
- Stonehouse, G., Campbell, D., Hamill, J., & Purdie, T. (2004). *Global and Transnational Business: Strategy and Management*. West Sussex.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 26, n. 1, p. 3-27.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, v. 25, n. 2, p. 325-342.
- Teece, D.J. (1977). Technology transfer by multinational firms: the resource cost of transferring technological know-how, *The Economic Journal*, 87, 242-61.
- Teece D.J. (1993). The Dynamics of Industrial Capitalism: Perspectives on Alfred Chandler's Scale and Scope, *Journal of Economic Literature*, 31, pp. 199-225.
- Tracey, J. B., Tannenbaum S. I. & Kavanagh M. J. (1995). Applying trained skills on the job: the importance of the work environment. *Journal of Applied Psychology*, v. 80, n. 2, p. 239-252.
- Treiger, J.M. (2009). *Relação com Investidores – A arte de se comunicar com o mercado e atrair investidores*. São Paulo: Elsevier. Coleção Expo Money.
- Tugendhat, C. (1986). Can management be multinationalized? *The International Executive* p. 19.

- UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. (2015). World investment report: Towards a new generation of investment. New York/ Geneva: ONU.
- UNCTAD. World Investment Report. (1996). Investing in the SDGs: an action plan. New York; Geneva: United Nations, 362p.
- Vafeas, N. (2000). Board Structure and the Informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 19, n. 2, p. 139-160.
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle. In: *Quarterly Journal of Economics*, MIT, v. 80, n° 2, p. 190-207.
- Wafo, G. L. K. (1998). Political Risk and Foreign Direct Investment. Faculty of Economics and Statistics. University of Konstanz. Konstanz.
- Welford, R. & Prescott, K. (1994). *European Business – An Issue-Based Approach*, 2nd Edition, Pitman Publishing, London.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations." *Journal of Law and Economics* 22, 3-61.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, v.43, nr. 3.
- Winter S. (1993). Knowledge and Competences as strategic Assets, in D. Teece (ed), *The competitive challenge*, Cambridge (Mass.) Ballinger.
- Wooldridge, J. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage Learning.
- Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: Review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, n.2, p.291-334.
- Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1990). Determinants of Board of Directors strategic involvement. *European Management Journal*, 8: 164–173.
- Zeller, R. A. & Carmines, E. G. (1988). *Measurement in the social sciences: the link between theory and data*. Cambridge: Cambridge University Press.